
O Investimento Direto Estrangeiro perante a Crise do *Subprime*: A Eficácia da Intervenção Governamental

Bruno Daniel da Sila Resende

Dissertação

Mestrado em Finanças e Fiscalidade

Orientado por

Professor Doutor Francisco Vitorino da Silva Martins

Professor Doutor Elísio Fernando Moreira Brandão

2018

Agradecimentos

A concretização da presente dissertação não teria sido possível sem as importantes contribuições de um conjunto de pessoas às quais expresso publicamente o meu profundo agradecimento.

Inicialmente, não posso deixar de conceder um especial obrigado aos meus pais por todo o seu apoio, mesmo nas horas de maior dificuldade. Sem a sua ajuda, o alcance deste e outros objetivos não teria sido possível. Por todos os seus esforços ao longo do meu percurso profissional e pessoal, ficar-lhe-eis eternamente grato.

Ao meu orientador, o Professor Francisco Vitorino, pela sua boa disposição, disponibilidade e recomendações. As suas sábias palavras enriqueceram esta análise. Agradeço, ainda, ao Diretor do Mestrado, o Professor Elísio Brandão, por me ter concedido a oportunidade de integrar este desafio.

Por último, e na impossibilidade de os nomear a todos, expresso a minha gratidão para com todos os meus amigos e colegas que me acompanharam neste percurso, desejando-lhes os maiores votos de sucesso profissional e pessoal.

Resumo

Estabelecendo como um dos elementos diferenciadores a conexão/interdependência existente entre dois grupos de países, os investidores e recetores de Investimento, a presente investigação explora duas questões fundamentais referentes ao Investimento Direto Estrangeiro (IDE). A primeira debruça-se sobre os efeitos da recente crise económica - financeira na atratividade do IDE. Nos países da OCDE e perante a adoção de um Modelo Gravitacional Estático, o período da recessão económica é assinalado por uma redução drástica nos fluxos do Investimento Direto Estrangeiro. Nem mesmo o papel da intervenção governamental, o segundo foco desta análise, se revelou eficaz na minimização deste efeito. Tendo sido ainda concedida importância à estrutura dinâmica inerente ao IDE (Modelo Gravitacional Dinâmico), por meio de adoção do *Difference Generalized Method of Moments*, constata-se que os fluxos do IDE realizados num determinado momento não estão dependentes de quaisquer transações previamente realizadas. A crise económica – financeira também não demonstrou qualquer relevância perante este tipo de modelo. Porém, foi possível inferir que os resultados obtidos estão fortemente dependentes da metodologia aplicada.

Palavras-chave: IDE | Crise | Receita Governamental | Despesa Governamental | GMM

Abstract

Considering as a differentiating element the relationship between home and host countries, this study focus on two main questions. The first one is about the effects of the recent economic and financial crisis in attracting Foreign Direct Investment (FDI). Using a Static Gravity Model, in OECD countries we found a strong decrease in FDI during crisis period. Neither the Government Intervention, the second point of this analysis, was efficient in minimizing these effects. We also consider the dynamic structure of FDI. Taking a dynamic panel data and the Difference Generalized Method of Moments (GMM), we found out that the FDI flows of one period didn't have any kind of relation with the previous ones. In this model the impact of the financial crisis was not relevant either. However, we conclude that all results are highly dependent on the methodology used.

Keywords: FDI | Crisis | Government Expenditure | Government Revenue | GMM

Índice

Índice de Quadros	v
Índice de Tabelas.....	vi
Índice de Figuras	vii
Capítulo I - Introdução	1
Capítulo II – Revisão Da Literatura	4
2. 1. As Teorias Determinantes do IDE	4
2. 2. Determinantes do IDE: Da Teoria à Prática	12
Capítulo III - Hipóteses, Dados e Metodologia.....	30
3. 1. Os Efeitos da Recessão Económica – Hipóteses de Investigação	30
3. 2. Dados e Amostra	31
3. 3. Metodologia	39
3.3.1. O Modelo Gravitacional Estático	40
3.3.2. O Modelo Gravitacional Dinâmico	41
Capítulo IV - Resultados	44
4. 1. Resultados Estáticos	44
4. 2. Resultados Dinâmicos.....	49
4. 3. Testes de Robustez	50
4.3.1. Teste 1: Variável Dependente Alternativa - <i>Stocks</i>	50
4.3.2. Teste 2: Medida Alternativa da <i>Fiscal Policy</i> -Taxas de Imposto.....	52
4.3.3. Teste 3: Medida Alternativa da <i>Fiscal Policy</i> - Despesas Correntes Vs. Despesas de Capital	52
Capítulo V – Conclusão	58
Apêndices.....	60
Apêndice I	60
Apêndice II.....	62

Apêndice III	63
Referências Bibliográficas	64

Índice de Quadros

Quadro 1 - "Vantagens Competitivas" - Paradigma Eclético	11
Quadro 2 - Resumo dos Determinantes de IDE sugeridos pela Literatura Empírica	25
Quadro 3 - Descrição e Origem das Variáveis.....	33

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Estatísticas Descritivas.....	35
Tabela 2 - Efeito esperado dos Determinantes do Investimento Direto	36
Tabela 3 - Coeficiente de correlação de Pearson.....	38
Tabela 4 - Resultados	48
Tabela 5 - Resultados: Teste de Robustez 1.....	55
Tabela 6 - Resultados: Teste de Robustez 2.....	56
Tabela 7 - Reestruturação dos Modelos A a D para os Países da UE	57
Tabela 8 - Resultados: Teste de Robustez 3.....	57
Tabela 10 - Efeitos anuais da Recessão Económica	62
Tabela 11 - Efeitos da Recessão Económica por país recetor de investimento.....	63

Índice de Figuras

Figura 1 – Custo Médio do Volume de Produção Exportado VS. Implementação de Unidade Fabril.....	14
Figura 2 – Peso do IDE na OCDE.....	31
Figura 3 – Fluxos VS. Stocks de IDE.....	51
Figura 4 – Países Investidores (i)	60
Figura 5 – Países Recetores de Investimento (j).....	61

Capítulo I - Introdução

Atualmente, perante cenários económicos de complexidade, desenvolvimento e competitividade crescentes, a importância da captação e retenção do Investimento Direto Estrangeiro é um facto (quase) incontestável. Ao promover uma maior competitividade e, consequentemente, eficiência entre as economias, o IDE dota os seus envolvidos de um nível de desenvolvimento tecnológico e de um *know-how* ímpares.

O IDE distingue-se do investimento de carteira (“*Portfolio Investment*”) pelo objetivo que prossegue. Enquanto no IDE a principal preocupação dos investidores é exercer controlo sobre as organizações, adotando uma visão estratégica, direcionada para o longo prazo, no investimento de carteira estamos perante uma ótica puramente financeira¹, cuja finalidade é a maximização do lucro obtido, via maximização da rentabilidade dos ativos (vulgo, taxas de juro).

A noção de IDE aqui contemplada refere esta particularidade. Pode ler-se no manual da OCDE (2008) que se trata de uma “*categoria de investimento que reflete o objetivo de uma empresa residente num determinado país estabelecer uma relação **duradoura** com outra num país diferente do seu*” (nosso *bold* e *itálico*). Por forma a assegurar uma maior coerência na comparabilidade entre países, a sua definição torna-se bem mais exigente e completa. Esclarece que esta relação deverá conferir, no mínimo, 10% dos direitos de voto ao seu investidor, ainda que se reconheça que tal limite possa não repercutir de forma verdadeira e apropriada o controlo por si exercido.

De facto, a análise da dinâmica inerente ao IDE revela ser uma das mais complexas com a qual nos podemos confrontar. Kahouli e Maktouf (2015) elucidam-nos que o desafio presente no seu estudo advém da heterogeneidade das economias. Mesmo que verifiquemos que o fator Z se demonstra apropriado na explicação do IDE no território A, não quer dizer que o fará no B, pelo que a sua análise deveria, idealmente, contemplar as especificidades características de cada região.

O foco no individualismo seria a solução ideal para uma compreensão total (ou próxima disso) deste fenómeno, mas seria demasiado dispendioso. A necessidade de identificar um conjunto de fatores críticos na tomada de decisão de investimento torna-se,

¹ Esclareça-se que não quer isto afirmar que a rentabilidade do IDE seja irrelevante, mas tipicamente não é o principal foco para a sua realização.

assim, imperativa. Ainda que não seja possível eliminar o elevado grau de heterogeneidade, alguns fatores têm apresentado uma importância acrescida quando comparados com os demais. A distância geográfica e o nível de riqueza (PIB) constituem dois exemplos concretos. O raciocínio subjacente à utilização do primeiro fator consubstancia-se na ideia de que a proximidade geográfica entre os países intensifica as relações de investimento, uma vez que existirá um maior conhecimento das suas características sociais e/ou económicas (nomeadamente, da sua cultura, instituições,...). De forma similar, níveis de riqueza mais elevados tendem a atrair um maior número de investidores, inspirados na ideia de que melhores serão as perspectivas de taxas de crescimento e de desenvolvimento económico que se repercutirão em melhores perspectivas de sucesso.

Com intuito de captar este raciocínio, recorremo-nos do Modelo Gravitacional. A sua conceção tem como suporte a teoria desenvolvida por Dunning em 1977 – o *OLI Paradigm*. Em conformidade com o exposto, define que atração entre dois territórios é diretamente proporcional ao produto dos seus níveis de riqueza (PIB) e inversamente proporcional à sua distância (Falk, 2016). Recorrendo quer à sua estrutura estática quer à dinâmica, os Modelos Gravitacionais contemplados exploram duas questões primordiais.

A primeira, com uma visão mais tradicionalista, incide sobre os efeitos da recente recessão económica (consideramos na análise o período 2008-2012) na atratividade do IDE: “Terá a crise económica -financeira afetado a atração do IDE ?”

Já a segunda questão explora uma dimensão que parece ser negligenciada pela literatura. A teoria económica prevê que o aumento dos gastos públicos se revele um mecanismo eficiente no combate aos efeitos provocados pelas recessões económicas ((Dornean & Oanea, 2014). Porém, do que é nosso conhecimento, são poucos os estudos empíricos que incidem sobre esta temática e, em particular, sobre o seu efeito na captação de IDE, pelo que se questiona:

- “Será, de facto, uma política orçamental expansionista adequada perante uma economia desmotivada?”

Em concreto, questionamo-nos sobre a sua eficácia no IDE:

- “ Atenuará os efeitos da recessão na atração do IDE ou, de forma mais relevante, o fomentará (o IDE), concedendo a confiança necessária aos investidores?”.

A resposta a estas e outras questões tem como foco de estudo os 34 países pertencentes à OCDE, integrados quer num grupo de países investidores quer de recetores, para o período compreendido entre 2005-2016.

A nossa contribuição para a literatura foca-se em duas temáticas. A primeira é a análise das despesas governamentais enquanto possível fator atenuante dos efeitos da recessão económica. Tratando-se dos estudos referentes a esta matéria escassos, o presente é um adicional e um complemento aos existentes. Já a segunda contribuição incide sobre a dinâmica presente na relação investidor-recetor. As particularidades de cada país envolvido (quer em termos do nível de riqueza, de taxas de inflação, do comércio internacional,...), ao contrário do que é vulgarmente realizado, são contempladas nesta análise.

O remanescente da presente dissertação segue a seguinte estrutura. No capítulo II é efetuada a revisão da literatura explorando as principais teorias dos determinantes do IDE e os principais fatores responsáveis pela sua atração. No capítulo III formulamos as hipóteses de investigação e procedemos à descrição das características da amostra bem como da metodologia aplicada. No capítulo IV apresentamos os resultados obtidos e efetuamos um conjunto de testes de robustez. No V reportamos as principais conclusões bem como as limitações da análise efetuada, sugerindo um conjunto de novas linhas de investigação.

Capítulo II – Revisão Da Literatura

Com o fim da II Guerra Mundial, o estudo do IDE assumiu um notável nível de popularidade, justificado por um mundo em mudança. Esta nova fase, caracterizada por um progressivo desaparecimento das fortes medidas restritivas associadas à circulação do capital, até então vigentes, é assinalada por uma maior consciencialização da importância do IDE. Novas teorias explicativas deste fenómeno emergiam... Novos fatores/motivadores para a sua ocorrência eram explorados... A revolução associada ao estudo do IDE assumiu uma tal relevância que nos últimos 50 anos presenciamos uma evolução na compreensão deste fenómeno nunca outrora vivenciada. Nos nossos dias, explorar a dinâmica intrínseca ao Investimento Direto Estrangeiro revela ser um processo amplamente complexo, fruto da diversidade bibliográfica associada ao tema.

Nas seções seguintes é exposto, em primeiro lugar, algumas das principais teorias explicativas do IDE e, em segundo lugar, alguns dos fatores/determinantes que têm contribuído para a sua atração.

2. 1. As Teorias Determinantes do IDE

Segundo Campos (2010, p. 13),

A reestruturação da economia mundial após a II Guerra Mundial e o surgimento das EMN [empresas multinacionais] como agentes ativos das mudanças tecnológicas e dos processos de integração dos mercados contribuíram para o desenvolvimento de **novas linhas de investigação** [...] (nosso *bold*) (Campos, 2010)

No período pré-guerra, as teorias económicas subjacentes ao IDE baseavam-se no maior ou menor retorno que era possível obter dos mercados que, por sua vez, era (o retorno) potenciado pelo financiamento a taxas de juros relativamente reduzidas nos países de origem (Nonnenberg & Mendonça, 2005). A este raciocínio está implícito uma ótica puramente financeira, que é característica do investimento de carteira. Aliás, segundo afirma Ebenezer (2015), antes de 1950, o IDE era uma das componentes do investimento de carteira, encontrando-se dependente única e exclusivamente do diferencial das taxas de juro entre

países. Este pensamento assumia o pressuposto de inexistência de risco ou incerteza, deslocando-se o capital para territórios onde as taxas de juro seriam mais elevadas.

Já no período pós-guerra, assistimos à conceção de novas teorias, baseadas na ideia da incapacidade da teoria do investimento de carteira justificar a ocorrência do IDE. Verificava-se que alguns dos investimentos realizados não poderiam simplesmente ser justificados pela rentabilidade, já que seguindo essa linha de pensamento nunca teriam ocorrido.

O princípio teórico subjacente ao desenvolvimento deste “novo pensamento” concentra-se na heterogeneidade dos recursos (sejam eles financeiros, naturais, humanos, ...). Por outras palavras, é do conhecimento geral que os países são possuidores de recursos diferenciados e é na convicção de que será capaz de os explorar e obter dos mesmos vantagens competitivas que um indivíduo/organização realiza um investimento num país que não é o seu e que não podemos afirmar que seja totalmente isento de risco.

As principais teorias emergentes que visavam (e que ainda o fazem!) explicar a heterogeneidade como contributo para o desenvolvimento do IDE tomam a seguinte denominação:

- A. Teoria das Imperfeições de mercado
- B. Ciclo de Vida do Produto;
- C. Paradigma Eclético

A. Teoria das Imperfeições de Mercado

Concebida por um dos principais defensores da incapacidade da teoria do investimento de carteira justificar a ocorrência do IDE, esta teoria sugere que o responsável pela sua ocorrência é a imperfeição associada aos mercados. Hymer (1960) em “*The international operations of national firms, a study of direct foreign investment*” esclarece que se as empresas provenientes do exterior conseguem competir com as empresas locais, que têm um maior conhecimento do mercado e do ambiente local, é porque são detentoras de alguma vantagem competitiva. Estas vantagens são o resultado das imperfeições dos mercados que se manifestam em áreas tão díspares como:

- a) Mercado dos fatores de produção – por exemplo, acesso a conhecimento patenteado ou a profissionais altamente qualificados.
- b) Obtenção de economias de escala;
- c) Intervenção Governamental, impondo maiores ou menores restrições à economia; ou
- d) Estrutura de mercado imperfeita – uma contínua aposta na diferenciação do produto em relação aos demais concorrentes locais poderá repercutir-se numa vantagem competitiva para as empresas transnacionais.

(in Hymer, 1960; Nonnenberg & Mendonça, 2005)

Ao aprofundar a sua análise, Hymer esclarece ainda que a opção pelo IDE em detrimento de outras categorias relaciona-se com o nível de risco que os investidores estão dispostos a assumir. O autor entende que a opção por outras formas de investimento poderá repercutir-se em níveis de risco elevadíssimos, já que os investidores poderão não apresentar um mínimo de controlo dessas situações.

Partindo de um exemplo concreto, tome-se em consideração a opção pelo licenciamento em detrimento do IDE. Nesta situação, aspetos relevantes como o controlo da produção, do marketing ou mesmo a definição da estratégia não se encontram dependentes do licenciador (Coelho, 2016). Numa primeira análise, parece-nos não existir qualquer problema derivado dessa situação. Contudo, atente-se com pormenor à seguinte hipótese: e se o licenciado desenvolver novos métodos de trabalho, novos produtos ou até mesmo novas formas de retenção de clientes que se revelem mais atrativas e eficazes para o mercado?! Perante este cenário, deparamo-nos com um potencial problema, pois poderemos estar a contribuir para a criação de um novo concorrente. Por outras palavras, o licenciador, face ao exposto, nada poderá fazer, já que não existe qualquer impedimento do licenciado (re)adaptar os métodos de trabalho ou até mesmo os produtos do licenciador. Assim, facilmente poderemos assistir à entrada de um novo produto concorrente que, ironicamente, conquistará quota de mercado por via de um outrora parceiro de negócios. Foi o que se sucedeu com a empresa americana *RCA Corporation* que tendo licenciado a tecnologia da

televisão a cores às marcas japonesas Sony e Matsushita, rapidamente estas a desenvolveram, melhorando-a, e entrando como concorrentes no mercado norte-americano (Coelho, 2016).

Desta forma, sejam por razões estratégicas ou de segurança, a obtenção de controlo é um dos principais motivos que levam as organizações a optarem pelo IDE, evitando (eventuais) situações desagradáveis como a anteriormente descrita. Outra das principais razões apontadas por Hymer, por si só justificativa, é a eliminação dos concorrentes.

B. Ciclo de Vida do Produto

A *Product life-cycle theory* surge da incapacidade do teorema de Heckscher-Ohlin (HO) explicar as tendências do comércio internacional dos EUA. Desenvolvida por Vernon em 1966, para o autor a razão para a qual o teorema se tornava incapaz era clara: a desconsideração de que a formação de conhecimento também tem um “preço”. Vernon (1966) explica-nos que os produtos têm um ciclo de vida próprio, i.e., vão percorrendo várias fases ao longo da sua vida útil. Definindo três momentos/fases da vida de um produto às quais poderemos traduzir, literalmente, em “novo produto”, “produto em maturação” e “produto estandardizado”², o autor revela-nos uma nova teoria referente à evolução do comércio internacional e do IDE.

Caracterizando, sucintamente, cada uma das fases, na primeira, a produção, desenvolvimento e venda do produto são realizados no mesmo país, transparecendo a ideia de que o conhecimento do território e das suas necessidades são um elemento fundamental para o sucesso do “novo produto” (Lavrador, 2013). É uma fase caracterizada por um grande investimento dada a necessidade de aplicar os resultados do processo de investigação (“o conhecimento”) aos produtos propriamente ditos. Já na segunda fase, o crescimento, dá-se lugar à entrada de novos concorrentes no mercado, a um aumento das vendas e do interesse de outros países nos produtos transacionados, originando o início de um possível processo de relocação da produção. Na terceira e última fase, assistimos a uma procura global que se repercute numa produção em massa, onde a maximização do lucro via redução dos custos se torna a questão central. Tal preocupação origina uma deslocalização da produção para

² Por influência de Kotler, conhecemos, atualmente, estas fases por “Introdução”, “Crescimento” e “Maturidade”, respetivamente.

territórios onde o custo de produção tenderá a ser mais baixo, resultante de uma abundância dos recursos. É tipicamente uma fase em que a “produção”/ “investimento” de/em conhecimento já não se revela fundamental para o sucesso do produto, verificando-se já uma aceitação global por parte dos mercados.

Em suma, a teoria de Vernon (1966) sugere que à medida que existe, em termos globais, uma aceitação de um novo produto, as organizações tenderão a deslocar-se e a investir em unidades de produção em países onde existe uma maior abundância de recursos (geralmente, países menos desenvolvidos) por forma a obterem um menor custo de produção, tornando-se a localização da produção um fator central. A título de exemplo, se um produto for intensivo em trabalho (“*labor intensive products*”), tenderá a existir uma deslocação para países onde abunda mão-de-obra, já que seguindo as leis da oferta e da procura, o custo por trabalhador será menor e, conseqüentemente, menor será o custo de produção.

Recorde-se que para Hymer o fator relevante no IDE assenta na posse de vantagens competitivas. Para Vernon, como ficou explícito, a localização. Tratam-se de duas formas antagónicas de compreender o mesmo problema. Perante tal ambiguidade, Dunning propõe uma nova teoria, já que para o autor nenhuma das anteriores era suficientemente boa e/ou capaz de justificar a ocorrência de Investimento Direto Estrangeiro.

C. Paradigma Eclético

O paradigma eclético, também conhecido por OLI (*Ownership, Location, Internalization*) *Paradigm* é o primeiro grande contributo de Dunning para a literatura do IDE. Atualmente, a abordagem explicativa desenvolvida pelo autor é uma das “mais citadas e completas da sua área de estudos” (Lavrador, 2013). Este paradigma, como o autor assim o gosta de designar, visa compreender e explorar as condições necessárias para que as entidades tomem a decisão de investir no exterior. Como referido, a sua conceção surge de um conjunto de críticas às teorias anteriormente desenvolvidas, considerando-as incompletas. Segundo este paradigma, uma decisão de investimento (ou não) é ponderada por “três pilares” fundamentais: I) *Ownership* (“Propriedade”/ “Posse”); II) *Location* (“Localização”); III) *Internalization* (“Internalização”).

No primeiro caso, e tal como Hymer (1960) tinha já denotado, referimo-nos à posse de ativos fixos tangíveis e/ou intangíveis que são detidos exclusivamente por uma determinada

entidade durante um período de tempo, ainda que em diversas ocasiões limitado (Dunning (1977); in Lavrador (2013)). Constituem exemplos, o nível de intensidade tecnológica (onde se poderá incluir a proteção do conhecimento produzido via patentes), a obtenção de economias de escala, o acesso privilegiado de *inputs*, entre outros (*Vide*, Quadro 1)

Já no segundo “pilar” referimo-nos às características dos locais onde as operações económicas tomam lugar, podendo as respetivas vantagens assumir quer uma natureza económica quer política, social, tecnológica ou mesmo geográfica. Tendo sido igualmente explorado por Vernon (1966), este concentrou-se, essencialmente, nos fatores de produção (trabalho e capital), enquanto Dunning considera que este “pilar” contempla fatores mais abrangentes. Refere como exemplos, a distância entre países, a intervenção do poder político nos incentivos à implementação das empresas multinacionais, os custos da mão obra, incentivos fiscais, entre outros – *Vide* Quadro 1.

Por último, e no que respeita à internalização, remete à possibilidade das organizações decidirem internalizar ou externalizar as suas operações. Conforme refere Lavrador (2013), quanto maior for a vantagem de “posse” no país estrangeiro, maior será a probabilidade da empresa internalizar as suas operações. Constituem exemplos de medidas impulsionadoras da internalização, o desenvolvimento das infraestruturas, a criação de medidas que promovam a divisão do trabalho, a legislação fiscal (perante operações intragrupo), entre outras.

O segundo grande contributo de Dunning consubstancia-se na motivação das organizações/países para a realização de investimentos no exterior. Segundo o autor, poderemos identificar 4 tipos de investimento:

- a) *Market Seeking* – Caracterizado pela proximidade que pretende manter com os seus clientes, é implementada uma unidade de produção no país/mercado cujas necessidades visa satisfazer. Tipicamente, são mercados que têm uma dimensão e um potencial de crescimento acima da média, o que os torna bastante atrativos (Lavrador, 2013). Trata-se de um investimento conhecido pela literatura como Investimento Direto Estrangeiro Horizontal ³.

³ Recomenda-se a leitura de Protsenko (2003) para um maior entendimento sobre a temática.

- b) *Resource Seeking* – Como o próprio nome o indica, trata-se de um investimento motivado pela procura dos recursos oferecidos por um território, sejam eles naturais (minerais, petróleo, gás) ou humanos (abundância de mão de obra). É um tipo de investimento que tende a intensificar-se com o desenvolvimento dos países, já que à medida que os recursos se tornam escassos, os países dito desenvolvidos procuram países em desenvolvimento ricos em recursos (Campos, 2010).
- c) *Rationalized* ou *Efficiency Seeking* – Nesta situação, o objetivo do investidor é promover uma gestão mais eficiente dos recursos que tem à sua disposição. Trata-se de promover uma especialização de cada uma das atividades que compõem a organização, permitindo uma redução dos custos (Dunning, 2000). É conhecido pela literatura como Investimento Direto Estrangeiro Vertical⁴.
- d) *Strategic Asset Seeking* – Conforme refere Dunning (2000), o objetivo deste investimento é aumentar as vantagens inerentes ao primeiro “pilar” do paradigma eclético (“*Ownership*”), aumentando os recursos que tem ao seu dispor e/ou evitando que os seus concorrentes se apoderem dos mesmos.

⁴ Recomenda-se a leitura de Protsenko (2003) para exploração da temática.

Quadro 1 - "Vantagens Competitivas" - Paradigma Eclético

Vantagens específicas da empresa (<i>Ownership</i>) O	Vantagens de localização (<i>Location</i>) L	Vantagens de internalização (<i>Internalization</i>) I
Variáveis estruturais relativas às empresas		
<ul style="list-style-type: none"> - Dimensão e quota-parte do mercado da empresa, extensão da produção e diversificação do processo - Capacidade inovadora e grau de sensibilidade ao mercado ou à segurança/ estabilidade. - Extensão das economias de produção agregada 	<ul style="list-style-type: none"> - Experiência internacional (posição da empresa no ciclo do produto) - Comportamentos face à centralização de certas funções (I&D, escritórios regionais e outros) - Estratégia de gestão face ao envolvimento internacional - Elementos de distância física como (quadro cultural, legal, comercial, linguístico) 	<ul style="list-style-type: none"> - Métodos organizativos e de controlo (nível organizativo; acordos contratuais) - Comportamento face à diversificação e crescimento da empresa e à subcontratação e estabelecimento de parcerias (joint-ventures, por ex.) - Frequência e tipo de transações realizadas (por ex., o nível de incerteza e perfil relativo à transferência tecnológica)
Variáveis estruturais relativas ao sector de atividade		
<ul style="list-style-type: none"> - Economias de escala e de gama (ou diversificação) na aquisição, produção venda e financiamento - Acesso privilegiado a <i>inputs</i> ou a mercados - Nível de intensidade tecnológica (protegida ou não por patentes e marcas) - Diversificação de produtos e dos processos 	<ul style="list-style-type: none"> - Natureza da concorrência entre empresas do mesmo sector - Possibilidade de segmentação das atividades - Custo da mão-de-obra, incentivos fiscais e as fontes de energia - Custos de transporte de produtos finais e intermédios 	<ul style="list-style-type: none"> - Possibilidade de integração horizontal e vertical (por via do controlo dos recursos e dos mercados) - Potenciais vantagens de internalização face a parcerias prévias e acordos contratuais - Vantagens relacionadas com a possível divisão internacional do trabalho (especialização da produção)
Variáveis estruturais relativas ao país		
<ul style="list-style-type: none"> - Qualificação dos recursos humanos, dotação de recursos - Dimensão e características do mercado - Políticas governamentais face à inovação, proteção de direitos e à estrutura de concorrência - Modos de controlo do IDE no próprio país 	<ul style="list-style-type: none"> - Distância geográfica entre países - Intervenção dos governos ao nível das taxas, tarifas, apoios (incentivos às EMN) 	<ul style="list-style-type: none"> - Atuações governamentais no sentido de as empresas internalizarem as transações, como por ex. a transferência de preços - Estratégia de fusões - Capacidade infraestrutural ao nível da tecnologia, educação e das comunicações.

Fonte: Campos (2010)

2. 2. Determinantes do IDE: Da Teoria à Prática

A literatura empírica oferece um conjunto de estudos que visam, de forma exaustiva, compreender e esmiuçar quais fatores assumem relevância para o IDE.⁵ Não se consagra esse o objetivo deste estudo.

Diferentes territórios em diferentes períodos de tempo têm sido analisados e, apesar de um esforço contínuo, os resultados apresentam-se bastantes díspares. Na verdade, a única inferência passível de realização é a existência de uma completa ausência de homogeneidade nos fatores responsáveis pela atração do IDE. Estes encontram-se dependentes não só do território, como também do setor económico em análise (*Vide*, por exemplo, Gast e Herrmann (2008)⁶, Khamphengvong, Xia, e Srithilat (2018)⁷, Falk (2016)⁸). Surpreendentemente, mesmo quando incidido um mesmo território em dois momentos temporais distintos, a obtenção de resultados semelhantes não é tida como certa, demonstrando-se que tais fatores estão também dependentes do momento temporal em análise, refletindo o impacto da conjuntura económica em vigor. Tome-se como referência os estudos elaborados por Jadhav (2012) e Malhotra, Russow, e Singh (2014). Ambos os autores incidem sobre os (potenciais) fatores económicos e institucionais/políticos responsáveis pela atração do IDE nos BRICS⁹, obtendo, contudo, resultados ligeiramente diferentes.

Se por um lado, Jadhav (2012) determina uma maior importância dos fatores económicos em detrimento dos institucionais para o período de 2000 a 2009, por outro, Malhotra et al. (2014) concluem que no período de 1992 a 2012, tanto fatores económicos como institucionais apresentam uma relação positiva com o IDE.

⁵ Ver, por exemplo, Blonigen (2005) ou Azevedo (2016)

⁶ Os autores analisam um conjunto de fatores atrativos do IDE para a OCDE entre 1991-2001, onde é possível concluir que, a título de exemplo, o fator “distância entre países” é um elemento relevante para a atração do IDE.

⁷ Nesta situação, a variável anteriormente identificada (“distância entre países”), quando aplicada ao estudo de um território distinto do referido, nomeadamente, República Democrática Popular Lau (Ásia) não revela qualquer importância para o IDE.

⁸ Nesta análise, é possível concluir que além do território, a atração do IDE está igualmente dependente do setor económico em análise (no caso, o hoteleiro), concluindo que a variável de exemplo referida (distância) também não se revela significativa para os investidores.

⁹ Brasil, Rússia, Índia, China, África do Sul

Um dos objetivos consagrados na presente análise é investigar os (eventuais) efeitos na atratividade do IDE de um período temporal recentemente vivido, demarcado por uma forte instabilidade – a crise económica - financeira de 2008. Contudo, revela-se necessário compreender o comportamento típico de um conjunto de determinantes do IDE. Tratando-se esta dissertação de uma análise empírica, concederemos ênfase às variáveis que serão fundamentais para a concretização dos seus objetivos e que são inspiradas em Kahouli e Maktouf (2015) e Dornean e Oanea (2014).

Distância Geográfica

Ao longo do percurso do estudo do Investimento Estrangeiro, a distância geográfica tem sofrido mutações associadas ao seu conceito. Historicamente, reflete uma noção puramente geográfica. Tem como pressuposto de que quanto maior a distância do país A em relação a B, menor será o investimento de A em B ou vice-versa, derivado de custos de transporte mais elevados (Cuyvers, Soeng, Plasmans, & Van Den Bulcke, 2011). Todavia, fruto de um constante desenvolvimento das tecnologias de informação e comunicação (TIC), o conceito tem sido reformulado. Falk (2016), citando Ghemawat (2001), considera que a noção de distância deverá contemplar e refletir conceitos de maior complexidade, nomeadamente, de “distância cultural, administrativa e/ou económica” entre duas nações.

Kahouli e Maktouf (2015) partilham de uma visão similar. No seu estudo, esclarecem que na análise aos *stocks* do IDE, o fator distância constitui uma *proxy* para os custos de informação em detrimento dos tradicionais custos de transporte. Apesar de distintos em termos conceituais, a sua visão obtém resultados iguais à dita tradicional, expondo um efeito negativo e significativo no IDE.

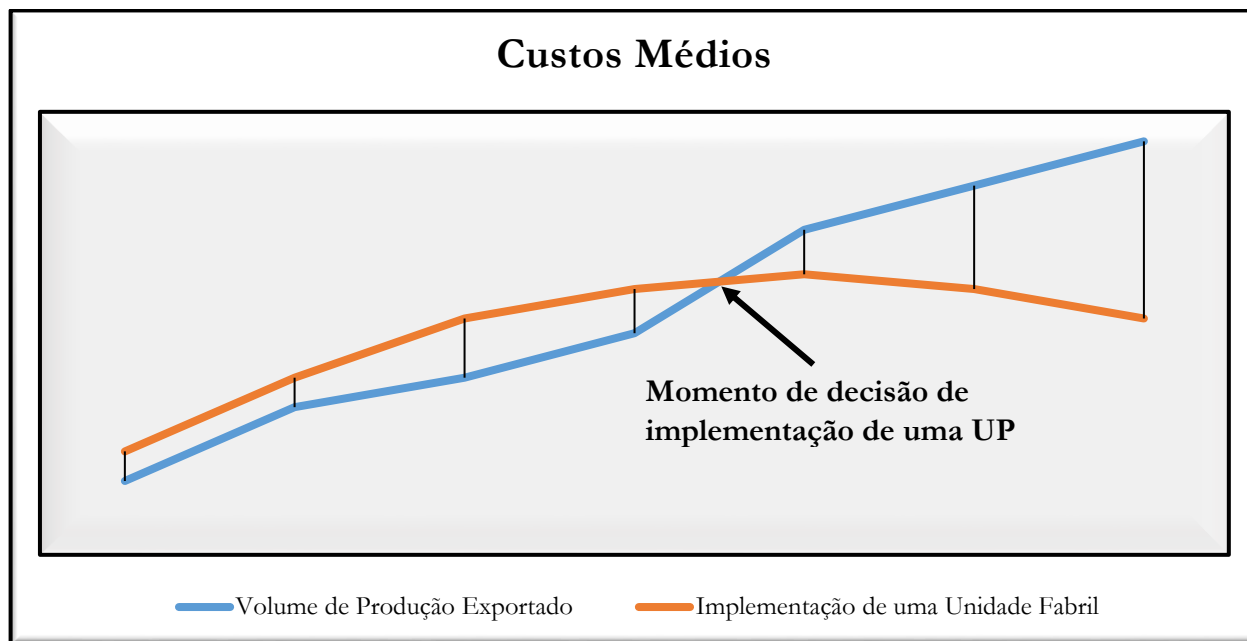
Em termos práticos, estes procedimentos apenas divergem entre si na sua forma de interpretação. Enquanto um reflete uma noção puramente geográfica, outro revela ser mais complexo, proporcionando-nos o que alguns académicos consideram ser noções distintas, tais como distância económica, distância psíquica, entre outras. É o caso de T.-H. Le (2017). A autora, no estudo dos determinantes do IDE no Vietnam, trata o caso da distância geográfica e a distância económica como dois conceitos distintos, adotando metodologias diferentes e obtendo resultados diferentes.

Produto Interno Bruto (PIB)

O Produto Interno Bruto de um país ou região constitui um reflexo da sua dimensão de mercado (entenda-se, os potenciais compradores e/ou vendedores de um determinado produto/serviço). Cuyvers et al. (2011) referem que quanto maior for a dimensão de um mercado, melhores serão as perspectivas de taxas de crescimento e de desenvolvimento económico do país ou região. Referem ainda que maior será a facilidade dos investidores em explorarem as vantagens de “posse”/ “propriedade” enunciadas por Dunning (1977), nomeadamente, as referentes às economias de escala.

De forma similar, Wei e Liu (2001) (in Cuyvers et al. (2011)) esclarecem que a atração de Investimento Estrangeiro é uma função positiva da dimensão de mercado, em especial, da dos países recetores de investimento. Davidson (1980) aponta duas razões que explicam este raciocínio. A primeira afirma que as organizações apenas optam pelo IDE quando o custo médio do volume de produção exportado para um determinado território é superior ao custo médio de afetar uma unidade de produção (UP) ao mesmo (**Figura 1**).

Figura 1 – Custo Médio do Volume de Produção Exportado VS. Implementação de Unidade Fabril



Fonte: Elaboração Própria

Já a segunda razão, correlacionada com a primeira, aponta como fator decisivo a procura de mercado. A implementação de uma unidade de produção por parte de uma

organização fora do seu território de origem apenas se justifica se as necessidades inerentes ao mercado assim o justificarem. A procura deverá assumir uma tal relevância que se torna demasiado dispendioso a opção pela exportação/importação.

Em resumo, é unânime o efeito positivo que esta variável assume no IDE, podendo, inclusive, ser identificada como um indicador do *Market-Seeking* desenvolvido por Dunning.

PIB per capita

Por vezes, considerado como um substituto do PIB no que respeita à mensuração da dimensão de mercado (ver, por exemplo, Alam e Shah (2013)), o PIB *per capita* tem-se constituído, a par de outros, um elemento de discussão. Se admitirmos a hipótese de que se trata de um substituto perfeito do PIB, facilmente podemos inferir sobre os seus efeitos positivos na atratividade do IDE.

Porém, Kahouli e Maktouf (2015) e Khamphengvong et al. (2018) são apenas alguns exemplos que consideram que PIB *per capita* e PIB são determinantes distintos, com funções distintas. Para os autores, enquanto a noção do PIB segue a definição previamente apresentada, o PIB *per capita*, na sua opinião, é uma *proxy* dos custos do trabalho e da competitividade de um país.

Um coeficiente positivo a si associado significa que o país apresenta uma estrutura produtiva que é intensiva no fator capital enquanto um coeficiente negativo indica-nos uma produção intensiva no fator trabalho. Este raciocínio pode ser enquadrado na teoria inerente aos custos do trabalho.

Admitamos que a confeção de um produto é intensiva no fator trabalho. Se um país apresenta custos com a mão-de-obra elevados, o IDE tenderá a revelar-se pouco atrativo, uma vez que uma das motivações do IDE - minimização de custos - não será alcançável.¹⁰

Considerando a definição do PIB *per capita* enquanto *proxy* dos custos de trabalho e da competitividade como válida, este é um indicador da *rationalized or efficiency seeking* sugerida por Dunning, cujo objetivo é a obtenção de uma maior eficiência nos custos de produção.

¹⁰ Esclareça-se que este raciocínio é uma simplificação de uma realidade complexa. Obviamente, na tomada de decisão de investimento, o custo com a mão-de-obra não é o único fator a ponderar, podendo as qualificações (ou falta delas) dos futuros colaboradores, por exemplo, ser outro dos fatores decisivos.

Atendendo ao exposto, importa deixar claro as divergências que poderão ser encontradas na literatura referente a este fator, encontrando-se dependente, sobretudo, da forma como é definido.

Comércio Internacional (CI)

A entrada num novo mercado é um processo altamente complexo, especialmente se este se situar num território no qual não partilhamos quaisquer costumes, tradições, valores..., em síntese, uma cultura. Como certamente será já explícito, existem diversas formas de explorar um mercado (recorde-se, o IDE e o licenciamento são dois exemplos). O comércio internacional é, igualmente, uma delas, constituindo uma entrada segura para um mercado totalmente desconhecido, dado não exigir investimentos avultados. Trata-se de uma forma de testar a reciprocidade de um potencial mercado.

Este fator estabelece uma controversa relação com o IDE. Se por um lado, Bouras e Raggad (2015), Kahouli e Maktouf (2015), Cuyvers et al. (2011), entre outros, são defensores que o grau de abertura do comércio internacional e o IDE estabelecem uma relação de complementaridade, Blonigen (2001) é dos poucos que tem a convicção da existência de uma relação de substituíbilidade. O autor alerta para a importância da desagregação dos dados, efetuando uma análise setorial. Segundo o mesmo, se em detrimento de dados agregados, os investigadores recorrerem a dados setoriais, é possível inferir a existência de uma relação de substituição entre o CI e o IDE.

Esta polémica é ainda sustentada pela incongruência entre a teoria económica e os estudos empíricos. Tratando-se, aparentemente, o IDE horizontal o mais comum¹¹, a teoria económica aponta para uma substituição entre o IDE e o comércio internacional. Ou seja, considerando a implementação de uma unidade de produção no país recetor de investimento, é de esperar que o comércio internacional com o país investidor sofra uma diminuição. Em termos empíricos, seria esperado um coeficiente negativo associado a este determinante. Porém, muitos dos estudos revelam uma expectativa contrária, obtendo um coeficiente positivo, indicativo de uma relação de complementaridade¹².

¹¹ Ou, talvez, exista uma maior dificuldade em quantificar o IDE Vertical

¹² Mais informações sobre estas incongruências ver Forte (2004).

Ainda que não seja clara que tipo de relação é estabelecida, parece ser unânime entre autores a importância que a continuidade do seu estudo acarreta.

Inflação

As taxas de inflação constituem um dos indicadores de estabilidade macroeconómica. A sua importância, em especial no país recetor de investimento, parece-nos clara. Citando Simões (2016), “uma taxa de inflação elevada pode levar a distorções económicas, podendo levar, entre outras situações, a um aumento da especulação financeira, aumento das taxas de juro, diminuição dos investimentos”. (Simões, 2016, p. 40)

Estas implicações, ainda que aquando da realização do investimento não se revelem significativas, tornam-se cruciais para o investidor no momento da decisão e seleção de qual o território a investir. De facto, após a realização do investimento, o investidor incumbe numa situação de custos fixos, pelo que se pretender recuperar o montante despendido, sujeitar-se-á às flutuações económicas do país recetor. Uma correta análise das condições macroeconómicas é, pois, fundamental para minimizar estas eventuais perdas.

Segundo Sala-i-Martin, Schwab, e Greenhill (2011) (in Lavrador, 2013, p. 29), a estabilidade económica por si só não pode ser considerada um elemento impulsionador do IDE, mas pode constituir um importante dissuasor. Esta ideia parece ser corroborada por Khamphengvong et al. (2018). Os autores destacam a preferência dos investidores por regiões onde a estabilidade económica (baixas taxas de inflação) marca presença, por forma a preservarem o preço dos bens. De forma similar, Chenaf-Nicet e Rougier (2016) e Sánchez-Martín, de Arce, e Escribano (2014) defendem que a volatilidade da economia reduz a atratividade dos investidores. No primeiro caso, os autores concluem que quando o país investidor se encontra numa situação de instabilidade macroeconómica, os investidores em detrimento de adiarem os seus investimentos, dirigir-se-ão para países onde se verifique uma situação de estabilidade e crescimento económico. Ou seja, no país investidor assistimos a uma diminuição do IDE provocada de forma direta pela instabilidade macroeconómica enquanto no país recetor assistimos, por via indireta, a um aumento do investimento estrangeiro.

Já no segundo caso, apesar dos autores obterem um coeficiente negativo, a variável em análise demonstra irrelevância para a tomada de decisão.

Deparamo-nos, ainda, na literatura com a obtenção de resultados que contradizem o anteriormente enunciado. Leitão e Faustino (2010), Jadhav (2012), Alam e Shah (2013) constituem exemplos de estudos onde são obtidos coeficientes positivos associados às taxas de inflação. Porém, os autores não remetem quaisquer possíveis justificações para a obtenção destes resultados.

Infraestruturas

Conforme refere Oliveira (2017), meios de transporte e de comunicação adequados são vitais para o desenvolvimento das relações entre investidores. Tanto Shah (2014) como Rehman, Ilayas, Alan, e Akram (2011) suportam a ideia de que melhores infraestruturas impulsionarão a atração do IDE. Rehnem et al. ao analisarem a estrutura dinâmica da economia paquistanesa descobrem que tanto no curto como no longo prazo as infraestruturas representam um papel importante para o IDE, alertando, porém, para as especificidades que o país apresenta. Enquanto nos países em desenvolvimento as infraestruturas são um elemento motivador para a ocorrência de IDE, nos países desenvolvidos são apenas um indicador de atração de Investimento Direto Estrangeiro proveniente de economias emergentes.

Shah obtém uma conclusão similar, confirmando o papel das infraestruturas no IDE. Um fator mencionado que merece aqui destaque é a forma como é mensurado o impacto das infraestruturas. O autor recorre ao número de telefones no país como *proxy* de mensuração, mas alerta para a sensibilidade na escolha de tal variável.

De facto, atendendo que estamos perante um mundo cada vez mais tecnológico, a escolha dos autores poderá ser considerada pouco adequada. Outros, como Khaouli et al. optaram por utilizar como *proxy* um elemento mais atual, recorrendo ao número de *users* da internet.

Nos países desenvolvidos, a seleção desta última variável parece-nos mais adequada enquanto nos países em desenvolvimento já tal não se aplique, sendo preferível o número de telefones. Independentemente da forma de mensuração, a literatura apoia a ideia de que investir em mais e melhores infraestruturas apresenta efeitos positivos na atratividade do IDE.

Idioma

O reconhecimento que uma comunicação clara e eficaz é um mecanismo fundamental para a atração do IDE tem vindo a assumir expressão na literatura, ainda que de forma progressiva. López-Duarte e Vidal-Suárez (2010) alertam para a negligência que a literatura tem exercido sobre este fator designando-o como o “fator esquecido”: *“Language has been (...) a neglected factor in international business literature, being known as “the forgotten factor”* (López-Duarte & Vidal-Suárez, 2010, p. 578). Do ponto de vista dos autores, a partilha de um idioma é um elemento crucial na tomada de decisão do tipo de investimento a realizar. Investidores com uma linguagem comum (ou a partilha de uma “segunda língua”) tendem a procurar parceiros de investimento no país recetor, por forma a minimizar a assimetria de informação que a entrada num novo mercado acarreta. É o caso de Espanha e os países latino-americanos. Dada a sua proximidade, em termos linguísticos, o investidor estrangeiro tenderá a optar pela constituição de uma *“Joint-Venture”* com um parceiro local (obtendo um controlo de 50%), em detrimento de um tipo de investimento que lhe confira um total controlo (ex.: constituição de um subsidiária), mas que não lhe concede conhecimento do mercado de atuação (López-Duarte & Vidal-Suárez, 2010).

Kim, Liu, Tuxhorn, Brown, e Leblang (2015) observaram uma relação similar no conjunto dos países da OCDE. Denotaram que países que partilham uma “segunda língua” estabelecem relações de investimento mais fortes do que os que não o fazem. Alertando para a importância da promoção do ensino de uma “segunda língua”, constatam a existência de efeitos positivos visíveis no longo prazo. Defendem que ainda que se repercutam no curto prazo, é no longo prazo que tais efeitos assumem uma maior relevância, resultante de uma maior difusão da língua: *“the largest impact of these policies occurs in the long run as the proportion of entrepreneurs and workers familiar with the foreign language increases over time”* (Kim et al., 2015, p. 335).

Podemos ainda encontrar esta relação em Khamphengvong et al. (2018), Falk (2016) permitindo-nos inferir sobre a concordância na literatura sobre os efeitos positivos que a *common language* estabelece com o IDE, denotando custos de informação e comunicação mais baixos.

Fronteira

São poucos os estudos que caracterizam a envolvente associada aos determinantes do IDE nos países fronteiriços. O estudo elaborado por Novopashina (2012) constitui um dos escassos exemplos. Segundo o autor, ainda que não possamos considerar a partilha de fronteiras como um fator por si só impulsionador do IDE, trata-se de um claro sinal de proximidade geográfica (relembrando que uma menor distância geográfica apresenta, teoricamente, um efeito positivo no IDE).

A escassez de estudos associada a este fator (a partilha de fronteiras) parece ser justificada pela implementação de um conjunto de medidas protecionistas tanto do comércio internacional como do IDE por parte dos países transfronteiriços que se poderão repercutir numa atenuação do seu efeito (Chen, 2004). Contudo, esta justificação parece-nos pouco plausível, na medida em que é reconhecida, atualmente, a importância que a abertura do mercado apresenta no desenvolvimento económico.

De facto, a partilha de fronteiras pode constituir um fator decisivo para os investidores no processo de seleção da localização das suas organizações, na medida em que poderá repercutir-se numa redução dos custos de transporte. Esta importância é corroborada pelo estudo de Kahouli e Maktouf (2015), onde os autores se deparam com um efeito positivo do fator fronteiras na atratividade do IDE.

Face ao exposto, e apesar da quantidade limitada de estudos que exploram o tema, é-nos possível inferir sobre a existência de um efeito positivo que a partilha de uma fronteira apresenta no IDE.

“Distância Económica” - Semelhança entre países

Ainda que o autor assim não o tenha designado, o conceito de distância económica foi introduzido por Helpman (1987). O seu objetivo é medir uma eventual semelhança do nível de desenvolvimento económico dos países, quantificando a sua dimensão relativa, em termos do PIB. Autores como Kahouli e Maktouf (2015) e Gast e Herrmann (2008) recorreram ao método pioneiro de Helpman e concluíram que uma maior semelhança entre dois países implica maiores relações de investimento.

No caso de países de grande dimensão, a motivação inerente ao *market-seeking* apontada por Dunning parece estar presente. Ao apresentarem semelhanças económicas (medidas em

termos do PIB), os investidores tenderão a assumir procuras de mercado similares, apesar da existência de uma probabilidade de tal não se suceder (derivado, por exemplo, de fatores culturais).

Uma teoria semelhante foi desenvolvida por T.-H. Le (2017). Na verdade, o conceito de “distância económica” aqui presente é proveniente da autora. Tal como Helpman, a autora tem como objetivo analisar a semelhança do nível de desenvolvimento económico dos países, mas adota uma metodologia diferente da do autor. Recorre à diferença do logaritmo dos *PIB's per capita* de cada país, obtendo uma conclusão similar ao criador do conceito: quanto maior a semelhança, maiores são as relações de investimento.

Em suma, ao contrário da distância geográfica, a distância económica assume um efeito positivo no IDE. Quanto mais próximos os países se encontram, mais IDE atraem. Este efeito poderá, inclusive, anular total ou parcialmente o efeito inerente à distância geográfica.

Taxa de câmbio

A análise ao impacto que este determinante apresenta no IDE acarreta a distinção entre dois conceitos que, apesar de serem aparentemente similares, são bastante distintos – taxa de câmbio e volatilidade das taxas de câmbio. No primeiro caso, referimo-nos ao nível das taxas de câmbio num determinado momento t – *relação/pressuposto estático* – enquanto no segundo caso referimo-nos à oscilação das taxas de câmbio entre dois ou mais momentos temporais: $t; t+n, n=1,2,3, \dots$ – *relação/pressuposto dinâmico*.

De facto, este fator tem uma complexidade muito particular, exposta em trabalhos como de Desatnicov e Akiba (2016) e Bénassy-Quéré, Fontagné, e LahrÈche-Révil (2001). De acordo com os autores, a relação entre a taxa de câmbio e o Investimento Estrangeiro encontra-se dependente de três principais fatores, a enumerar:

- i. Do tipo de Investimento Realizado - Vertical vs. Horizontal
- ii. Regime cambial implementado – Câmbios fixos vs. Flutuantes
- iii. Relação entre o Comércio Internacional e o IDE – Complementaridade vs. Substituibilidade

Por forma a elucidar o seu grau de complexidade, tomemos, como exemplo, a última relação expressa pelos autores¹³. Nos regimes de complementaridade entre o IDE e o CI, os autores esclarecem que uma eventual apreciação da moeda local se repercutirá num efeito negativo para o IDE, uma vez que reduzirá a competitividade associada ao país (resultante de um aumento dos custos de produção) bem como a da riqueza do investidor (já que os lucros das sociedades constituídas são, geralmente, entregues ao país investidor que os converterá na sua moeda de origem) (Bénassy-Quéré et al., 2001). Por outro lado, nas situações em que o pressuposto de substituíbilidade entre o CI e o IDE esteja presente, uma apreciação da moeda local revela ser um fator positivo para o IDE, já que aumenta o poder de compra dos consumidores e provoca um aumento das barreiras ao comércio internacional. Os autores elucidam-nos que a ocorrência de efeitos positivos ou negativos provocados pelas taxas de câmbio não são tão lineares como expetável.

Estas discrepâncias são corroboradas por, entre outros, Lee e Min (2011) ao analisarem o caso Coreano. Os autores verificam um *mix* de efeitos no que se refere à volatilidade das taxas de câmbio. Já Xing (2006) ao analisar as relações de Investimento entre o Japão e a China depara-se com uma relação positiva entre o nível das taxas de câmbio e o IDE. Na sua análise, é possível ler que uma apreciação do Yen relativamente ao Yuan aumenta o IDE do Japão na China, derivado de uma redução dos custos de produção. Sharifi-Renani e Mirfatah (2012), Klein e Rosengren (1994) observaram uma relação similar no Irão e EUA, respetivamente. Porém, Sharifi-Renani et al. constataram que ao contrário do nível das taxas de câmbio, a volatilidade tem efeitos negativos na atração do IDE, já que pode ser entendida como uma incapacidade de atuação dos governantes.

De facto, Deseatnicov e Akiba (2016) estabelecem uma relação entre o Investimento Direto Estrangeiro japonês e o risco político e cambial. Inferem que os investidores japoneses estão dispostos a aceitar uma maior volatilidade das taxas de câmbio em países desenvolvidos do que em países em desenvolvimento, na expectativa de obter rentabilidades mais elevadas. Aparentemente, quando confrontados com um possível investimento em países em desenvolvimento, os investidores manifestam uma maior preocupação com fatores como corrupção e políticas de repatriação de rendimentos.

¹³ Para um maior detalhe, ver Bénassy-Quéré et al. (2001)

Fiscal Policy

Ao contrário do que é tipicamente realizado pelos estudos sobre o IDE, em que existe uma predominância pela utilização das taxas de imposto que incidem sobre as empresas enquanto proxy da “*Fiscal Policy*”, o nosso incidirá sobre as receitas e as despesas governamentais enquanto *proxy* de tal política. A justificação para tal opção pode ser encontrada no estudo elaborado por Rădulescu e Druica (2014). De acordo com os mesmos, durante a recente crise económica – financeira, um conjunto de países adotaram um pacote de medidas que não só da redução de taxas de imposto sobre empresas ou particulares foi constituído. Os autores descrevem casos como o do Reino Unido, onde foi decidida uma diminuição da taxa de imposto sobre o valor acrescentado ou o caso alemão e francês, onde os respetivos governos manifestaram uma preocupação com as dificuldades que as pequenas e médias empresas enfrentavam no acesso ao crédito, concedendo-lhes a ajuda financeira que não conseguiriam de outro modo. Ainda que estas medidas não se tenham baseado numa redução da taxa de imposto sobre os rendimentos das empresas, contribuíram quer para uma redução da receita governamental quer para um eventual aumento da despesa. Por estas razões, parece-nos que o recurso única e exclusivamente às taxas de imposto sobre os rendimentos das empresas se revela uma análise incompleta¹⁴.

Teoricamente, a ciência económica prevê que em situações de recessão a intervenção das entidades governamentais se manifeste de forma mais expressiva com o intuito de fomentar uma economia caracterizada por investidores e empresários desmotivados. Por outras palavras, uma maior intervenção governamental, através de um aumento da despesa, traria uma maior dinâmica à economia, fomentando o IDE. Porém, os estudos empíricos de Goodspeed e Martinez-Vazquez (2006) e de Dornean e Oanea (2014) revelaram uma relação negativa entre o IDE e a despesa governamental.

No entanto, ambos os autores se concentram apenas num dos países envolvidos na relação de Investimento. Numa relação de IDE existem, pelo menos, dois membros envolvidos (o recetor e o investidor) pelo que, no nosso entender, a influência que a despesa

¹⁴ Ainda que se possa ser sujeito à crítica de que as receitas e as despesas governamentais contemplem áreas de atuação tão diversas como educação, segurança, saúde,... que de forma direta não atuam sobre o IDE, tenderão a fazê-lo por via indireta. Conforme refere Dornean e Oanea (2014), em tempos de recessão económica, os investidores prestam maior atenção não só ao regime de investimento em vigor, mas também à criação de um “ambiente propício ao negócio” (onde se poderá incluir a procura de mercado que está dependente não só, mas também da capacidade que cada nação tem em oferecer adequadas condições de vida à sua população (educação, segurança, saúde,...)). Uma sociedade com carências a qualquer um destes níveis terá dificuldade em possuir um poder de compra que transcende as necessidades básicas.

(receita) pode ou não ter na atratividade do IDE está dependente de ambas as políticas levadas a cabo pelos governos dos países envolvidos. A desconsideração de qualquer um dos elementos envolvidos poderá, na nossa opinião, repercutir-se num enviesamento dos resultados obtidos.

M. V. Le e Suruga (2005) aprofundam ainda esta questão sugerindo que uma excessiva intervenção do governo na economia poderá repercutir-se num efeito contrário ao desejado. Os autores sugerem que quando o rácio do investimento público excede os valores de 8%-9% do PIB, poderemos verificar uma situação de menores taxas de crescimento. Todavia, não consideram as despesas governamentais como irrelevantes...

Já no caso das receitas governamentais, os estudos previamente referidos não demonstraram qualquer relevância.

Quadro 2 – Resumo dos Determinantes de IDE sugeridos pela *Literatura Empírica*

Fator	Autor (es)	Ano	Investigação	Amostra	Metodologia	Principais Resultados
Distância Geográfica	Khamphengvong, Visansack, et al	2018	<i>Inflow determinants of foreign direct investment</i>	13 Países com relações de Investimento com a República Popular de Lau; Período: 1995-2015	Modelos Gravitacional Estático e Dinâmico Efeitos fixos, aleatórios e GMM	Não Significativo
	Le, Thai-Há	2017	<i>Does economic Distance affect the flows of trade and Foreign Direct Investment? Evidence from Vietnam</i>	25 Países com os quais o Vietnã estabelece relações comerciais e de Investimento; Período: 1996 -2012	Prai - Winsten Panel-corrected standard error (PCSE)	Efeito Negativo e Significativo
	Falk, Martin	2016	<i>A gravity model of foreign direct investment in the hospitality industry</i>	104 Países recetores de Investimento e 50 investidores; Período: 2005-2011	Modelo Gravitacional Modelo binomial negativo com efeitos fixos	Não Significativo
	Cuyvers, Ludo, et al	2011	<i>Determinants of foreign direct investment in Cambodia</i>	32 Países com relações de investimento com o reino da Camboja; Período: 1995 - 2005	Recurso aos dados em painel estimados via <i>Pooled OLS</i>	Efeito Negativo e Significativo
PIB	Cuyvers, Ludo, et al	2011	<i>Determinants of foreign direct investment in Cambodia</i>	32 Países com relações de investimento com o reino da Camboja; Período: 1995 - 2005	Recurso aos dados em painel estimados via <i>Pooled OLS</i>	Efeito Positivo e Significativo
PIB per capita	Khamphengvong, Visansack, et al	2018	<i>Inflow determinants of foreign direct investment</i>	13 Países com relações de Investimento com a República Popular de Lau; Período: 1995-2015	Modelo Gravitacional Estático e Dinâmico Efeitos fixos, aleatórios e GMM	Efeito Negativo e Significativo
	Kahouli, Bassem e Samir Maktouf	2015	<i>The determinants of FDI and the impact of the economic crisis on the implementation of RTAs: A static and dynamic gravity model</i>	14 Países investidores e 39 países recetores de Investimento; Período:1990-2011	Modelos Gravitacional Estático e Dinâmico Efeitos fixos, aleatórios e GMM	Efeito Positivo e Significativo
Comércio Internacional	Bouras, Hela e Bechir Raggad	2015	<i>Foreign Direct Investment and Exports: Complementarity or Substitutability an empirical investigation</i>	10 Países do setor manufatureiro e não manufatureiro; Período: 25 anos, entre 1988-2012	<i>Pooled OLS</i> , efeitos fixos e aleatórios.	Complementaridade

Fator	Autor (es)	Ano	Investigação	Amostra	Metodologia	Principais Resultados
	Kahouli, Bassem e Samir Maktouf	2015	<i>The determinants of fdi and the impact of the economic crisis on the implementation of RTAs: A static and dynamic gravity model</i>	14 Países investidores e 39 países recetores de Investimento; Período: 1990 - 2011	Modelos Gravitacional Estático e Dinâmico Efeitos fixos, aleatórios e GMM	Complementaridade.
	Cuyvers, Ludo, <i>et al</i>	2011	<i>Determinants of foreign direct investment in Cambodia</i>	32 Países com a Camboja; Período: 1995-2005	Dados em painel <i>Pooled OLS</i>	Complementaridade
	Blonigen, Bruce	2001	<i>In search of substitution between foreign production and exports</i>	Análise Setorial: 11 Produtos de consumo final e 10 setores peças automóveis; Período:1979-1994	Análise SUR (Seemingly unrelated regressions)	Substituibilidade
Inflação	Khamphengvong, Visansack, <i>et al</i>	2018	<i>Inflow determinants of foreign direct investment</i>	13 Países com relações com a República Popular de Laos; Período: 1995-2015	Modelos Gravitacional Estático e Dinâmico Efeitos fixos, aleatórios e GMM	Efeito Negativo e Significativo
	Chenaf-Nicet, Dalila e Eric Rougier.	2016	<i>The effects of macroeconomic instability on FDI flows: a gravity equation of the impact of regional integration in case of Euro-Mediterranean agreements</i>	IDE dos países europeus e mediterrânicos para o Norte de África e Médio Oriente.	Modelo Gravitacional Modelo de Pseudo máxima verossimilhança (" <i>Poisson Pseudo-Maximum Likelihood</i> ")	Efeito Negativo e Significativo
	Sánchez-Martín, Miguel Eduardo, <i>et al.</i>	2014	<i>Do changes in the rules of the game affect FDI flows in Latin America? A look at the macroeconomic, institutional and regional integration determinants of FDI</i>	19 Economias Latino-Americanas Período: 1990 -2010	<i>Fixed and Random Effects</i>	Efeito Negativo, mas não Significativo
	Jadhav, Pravin	2012	<i>Determinants of foreign direct investment in BRICS economies: Analysis of economic, institutional and political factor.</i>	BRICS Período: 10 anos, 2000-2009	Dados em painel	Efeito Positivo
	Alam, Abdullah e Syed Zulfiqar Ali Shah.	2013	<i>Determinants of foreign direct investment in OECD member countries</i>	10 Países membros da OCDE	Dados em painel; Efeitos fixos	Efeito Positivo, mas não Significativo.

Fator	Autor (es)	Ano	Investigação	Amostra	Metodologia	Principais Resultados
	Leitão, Nuno Carlos e Horácio C. Faustino.	2010	<i>Determinants of Foreign Direct Investment in Portugal</i>	Países europeus investidores em Portugal Período: 1995-2007	Modelos Gravitacional Estático e Dinâmico Efeitos fixos, aleatórios e GMM.	Efeito Positivo e Significativo
Infraestruturas	Kahouli, Bassem e Samir Maktouf	2015	<i>The determinants of fdi and the impact of the economic crisis on the implementation of RTAs: A static and dynamic gravity model</i>	14 Países investidores e 39 países recetores de Investimento Período: 1990-2011	Modelos Gravitacional Estático e Dinâmico Efeitos fixos, aleatórios e GMM	Efeito Significativo e Positivo
	Shah, Mumtaz Hussain	2014	<i>The significance of Infrastructure for FDI inflow in Developing Countries</i>	90 Países em desenvolvimento Período: 1980 - 2007	Dados em painel; Efeitos fixos e aleatórios	Efeito Positivo e Significativo
	Rehman, Abdul, et al.	2011	<i>The impact of Foreign Direct Investment: the case of Pakistan</i>	Paquistão (entrada de IDE no Paquistão) Período: 1975 - 2008	Dados temporais (Time Series) Recurso ao processo autorregressivo	Efeito Positivo e Significativo
Idioma	Khamphengvong, Visansack, et al	2018	<i>Inflow determinants of foreign direct investment</i>	13 Países com relações de Investimento com a República Popular de Lau ; Período: 1995-2015	Modelos Gravitacional Estático e Dinâmico Efeitos fixos, aleatórios e GMM	Efeito Positivo
	Falk, Martin	2016	<i>A gravity model of foreign direct investment in the hospitality industry</i>	104 Países recetores de Investimento e 50 países investidores; Período: 2005-2011	Modelo Gravitacional Modelo binomial negativo com efeitos fixos	Efeito Positivo e Significativo
	Kim, Moonhawk, et al.	2015	<i>Lingua Mercatoria: Language and Foreign Direct Investment</i>	26 Países da OCDE na qualidade de investidores e 143 países recetores Período: 1 ano, 2002	OLS com efeitos fixos	Efeito Positivo e Significativo
	López-Duarte, Cristina e Marta M. Vidal-Suárez	2010	<i>External uncertainty and entry mode choice: Cultural distance, political risk and language diversity</i>	IDE de empresas espanholas cotadas na bolsa de valores de Madrid em 34 países recetores	Regressão binominal	Efeito Positivo e Significativo

Fator	Autor (es)	Ano	Investigação	Amostra	Metodologia	Principais Resultados
Fronteira	Kahouli, Bassem e Samir Maktouf	2015	<i>The determinants of fdi and the impact of the economic crisis on the implementation of RTAs: A static and dynamic gravity model</i>	14 Países investidores e 39 países recetores de Investimento Período: 1990 - 2011	Modelos Gravitacional Estático e Dinâmico Efeitos fixos, aleatórios e GMM	Efeito Positivo e Significativo
	Chen, Natalie	2004	<i>Intra-national versus international trade in European Union: why do national border effects?</i>	7 Países da União Europeia e 78 indústrias manufatureiras	Modelo Tobit	Efeito Negativo
Distância Económica (Semelhança Económica)	Le, Thai-Há	2017	<i>Does economic Distance affect the flows of trade and Foreign Direct Investment? Evidence from Vietnam</i>	25 Países; Período: 1996 -2012	Prai - Winsten Panel-corrected standard error (PCSE)	Efeito Positivo e Significativo
	Kahouli, Bassem e Samir Maktouf	2015	<i>The determinants of fdi and the impact of the economic crisis on the implementation of RTAs: A static and dynamic gravity model</i>	14 Países investidores e 39 países recetores de Investimento; Período: 1990 - 2011	Modelos Gravitacional Estático e Dinâmico Efeitos fixos, aleatórios e GMM	Efeito Positivo e Significativo
	Gast, Michael e Roland Herrmann	2008	<i>Determinants of foreign direct investment of OECD countries 1991-2001</i>	22 Países da OCDE 2 Subamostras: 1º - <i>Cross-Section</i> : 1999; 2º - <i>Panel Data</i> : 1991-2001	Recurso ao Modelo Gravitacional com efeitos fixos	Efeito Positivo: <i>cross-section</i> Efeito Positivo, mas não Significativo: dados em painel
Taxa de Câmbio	Deseatnicov, Ivan e Hiroya Akiba	2016	<i>Exchange rate, political environment and FDI decision</i>	IDE japonês em 56 países desenvolvidos e em desenvolvimento; Período: 1995 - 2012	Dados em painel <i>Generalized Method of Moments</i>	Efeito Positivo e Significativo
	Sharifi-Renani, Hosein e Maryam Mirfatah	2012	<i>The Impact of Exchange Rate Volatility on Foreign Direct Investment in Iran</i>	IDE no Irão Período: 2º Trimestre 1980 ao 3º Trimestre 2006	Modelo de Vetores Autorregressivos (VAR)	Nível das taxas de câmbio – Efeito Positivo Volatilidade das taxas de câmbio – Efeito Negativo
	Lee, Bong-Soo e Byung S. Min	2011	<i>Exchange rates and FDI strategies of multinational enterprises</i>	8 Países investidores na Coreia do Sul Período: 1981-1997	Efeitos fixos e aleatórios, concedendo especial ênfase a estes últimos	Efeito Mistos

Fator	Autor (es)	Ano	Investigação	Amostra	Metodologia	Principais Resultados
	Xing, Yuqing.	2006	<i>Why is China so attractive for FDI? The role of exchange rates</i>	Nove setores Manufatureiros Período: 1981-2002	<i>Pooled</i> , Efeitos fixos com correção de White	Efeito Significativo ¹⁵
	Bénassy-Quéré, Agnès, et al	2001	<i>Exchange-Rate Strategies in the Competition for Attracting Foreign Direct Investment</i>	42 Países em desenvolvimento recetores de investimento proveniente de 17 países membros da OCDE Período: 1984 - 1996	<i>Fixed Effects</i>	Efeito Significativo ¹⁵
	Klein, Michael W. e Eric Rosengren	1994	<i>The real exchange rate and foreign direct investment in the United States: Relative wealth vs. relative wage effects.</i>	IDE nos EUA proveniente de 7 países industriais; Período: 1979 - 1991	<i>Fixed Effects</i>	Efeito Significativo ¹⁵
Fiscal Policy	Rădulescu, Magdalena e Elena Druica	2014	<i>The impact of fiscal policy on foreign direct investments. Empiric evidence from Romania</i>	IDE na Roménia proveniente da Europa central e oriental Período: Dados mensais, desde janeiro de 2000 a dezembro de 2010	<i>OLS</i>	Impostos diretos mais importantes do que os indiretos
	Dornean, Adina e Dumitru-Cristian Oanea	2014	<i>The Impact of Fiscal Policy on FDI in the Context of the Crisis. Evidence from Central and Eastern European Countries</i>	Países da Europa Central e Oriental Período: 1995 – 2012	<i>Least Square</i>	As despesas governamentais apresentam um efeito negativo na captação de IDE.
	Goodspeed, Timothy e Jorge Martinez-Vazquez.	2006	<i>Are other Government policies more important than taxation in attracting FDI.</i>	1995 - 2002 - 47 Países 1996 - 2002 - análise de 37 países	<i>Fixed Effects</i>	Um aumento das despesas governamentais traduz-se numa diminuição no IDE
	Le, Manh Vu e Terukazu Suruga.	2005	<i>The effects of FDI and Public expenditure on Economic Growth: from theoretical model to empirical evidence</i>	105 Países desenvolvidos e em desenvolvimento; Período: 1970 -2001	<i>Fixed Effects</i>	Mix de efeitos: nos países desenvolvidos as despesas governamentais revelam-se negativas e nos em desenvolvimento positivas

¹⁵ O sinal (positivo ou negativo) está dependente da consideração de uma apreciação ou depreciação da moeda

Capítulo III - Hipóteses, Dados e Metodologia

3. 1. Os Efeitos da Recessão Económica – Hipóteses de Investigação

A crise económica – financeira iniciada em 2008, conhecida pela crise do *Subprime*¹⁶, foi uma das mais intensas já vivenciadas na História. Quem o afirma é Poulsen e Hufbauer (2011). Sugerem que comparativamente às “Big Five Crises” (Espanha (1977), Noruega (1987), Finlândia (1991), Suécia (1991) e Japão (1992)), onde o IDE permaneceu estável, na recente crise financeira tal não se sucedeu. Os autores avançam como uma potencial explicação a incapacidade dos países em dificuldade venderem os seus ativos, impulsionada por uma restrição no acesso ao financiamento, que outrora não se verificou.

O forte impacto associado a este ciclo económico é corroborado por Dornean, Isan, e Oanea (2012). Ao realizarem um conjunto diverso de estudos associados a esta temática, a conclusão obtida pelos autores sintetiza-se numa afirmação: a crise do *subprime* apresentou um impacto negativo na atração do IDE (Ver Dornean et al. (2012), Dornean e Oanea (2014), Dornean e Oanea (2015)).

Desta forma, tratando-se o nosso primeiro objetivo corroborar os (eventuais) efeitos da recessão económica na atração do IDE a primeira hipótese de investigação assume, em concordância com a literatura, a seguinte formulação:

H1: *A crise económica – financeira de 2008 apresentou **efeitos negativos** na atratividade do Investimento Direto Estrangeiro nos países da OCDE.*

Tratando-se o principal objetivo deste estudo explorar a importância das despesas governamentais, quer do país investidor quer do recetor, enquanto elemento atenuante dos efeitos da recessão económica, a segunda hipótese apresenta a seguinte estrutura:

H2: *As despesas governamentais constituíram um atenuante dos efeitos da recessão económica de 2008 no conjunto dos países da OCDE.*

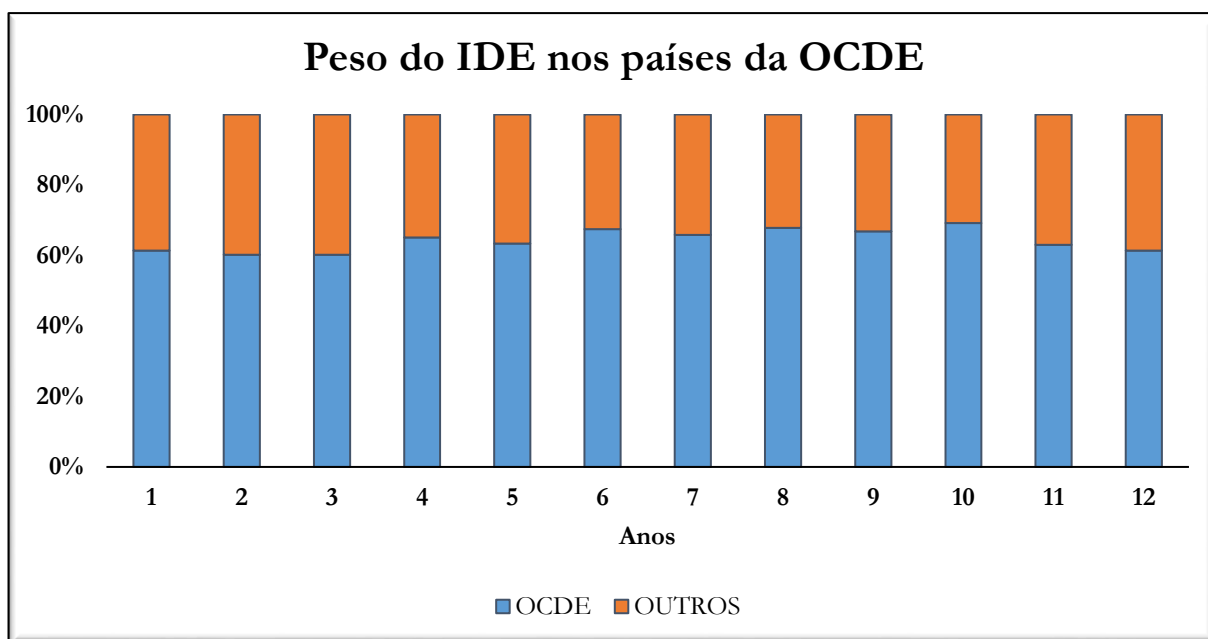
¹⁶ O termo *subprime* refere-se à concessão de empréstimos a indivíduos sem qualquer historial de crédito, concedendo-lhes elevados benefícios (baixas taxas de juro) sem a necessidade de apresentarem quaisquer garantias como contrapartida. Esta situação verificou-se no caso norte-americano no processo de concessão de empréstimos habitacionais, o que após a subida das taxas de juro resultou em inúmeras situações de incumprimento.

3. 2. Dados e Amostra

O âmbito geográfico desta análise são os países pertencentes à Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), motivado por duas ordens de razões:

- 1) Foram os países que mais sentiram os efeitos da recessão económica de 2008, dada a proximidade económica que estabelecem com o principal responsável pelo seu desencadeamento (EUA).
- 2) Os fluxos de IDE captado pelos países pertencentes à OCDE representa, em termos médios e para o período considerado, cerca de 60% do total do IDE realizado mundialmente, conforme ilustra a **Figura 2**.

Figura 2 – Peso do IDE na OCDE



Fonte: Elaboração Própria (com base nos dados extraídos da OCDE)

Os países encontram-se divididos em dois grandes grupos: por um lado, os investidores, onde são contemplados os 34 países pertencentes à OCDE¹⁷ e, por outro, os

¹⁷ À data da elaboração deste estudo são 35 os países pertencentes à OCDE, porém, a Letônia apenas se tornou um membro oficial em 2016, pelo que não foi contemplada na presente análise.

países recetores do investimento que, por limitações inerentes à obtenção de informação (nomeadamente, à sua confidencialidade), se restringem a 22 países – Ver Apêndice I.

O horizonte temporal contemplado neste estudo é, num primeiro momento, de 12 anos, entre 2005 e 2016. No entanto, numa fase posterior e perante a utilização do Modelo Gravitacional Dinâmico – ver seção *Metodologia* para um melhor entendimento – a nossa linha temporal fica reduzida a 8 e 9 anos.

A variável dependente, o fluxo de entradas de IDE do país *i* (investidor) em *j* (recetor), foi extraída da OCDE. A opção pelos fluxos em detrimento dos *stocks* tem como principal objetivo captar as influências inerentes ao ciclo económico vivenciado no período da recessão económica. Tendencialmente, os *stocks* do IDE são mais estáveis do que os fluxos, uma vez que na sua determinação, além de incorporarem as transações (fluxos) ocorridas no período *t*, consideram ainda o *stock* do período anterior bem como todas as variações de volume e preço de mercado (Silva, 2017):

$$Stock_t = Stock_{t-1} \pm Transações_t \pm Variações Volume e Preço_t \quad (1)$$

Por forma a suprimir falhas de informação verificadas em alguns países, procedemos ao cruzamento da informação extraída da OCDE com a base de dados da *United Nations Conference on Trade and Development* (UNCTAD), bem como com os respetivos bancos centrais nacionais (nomeadamente, da Áustria, Finlândia, Luxemburgo, Reino Unido e Turquia).

A opção pelo estudo da relação entre país investidor e recetor em detrimento da consideração dos fluxos de entrada/saída de um só país envolvido (como tipicamente é realizado) permite uma maior compreensão das relações de investimento entre os países envolvidos, uma vez que, como já referido, é nossa convicção que as políticas de ambos afetam a relação de investimento.

Quanto às variáveis explicativas consideradas, estas podem ser visualizadas no **Quadro 3**.

Quadro 3 - Descrição e Origem das Variáveis

	Variável	Descrição	Fonte
Variável Dependente	FDI_{ijt}	<u>Fluxo</u> de entrada de IDE do país i (investidor) em j (recetor) no ano t (em milhões de USD)	OCDE UNCTAD Bancos Centrais
Variáveis Explicativas	DIST_{ij}	Distância Ortodrómica (<i>Great Circle</i>) entre as capitais dos países investidores e recetores de IDE (em Km's)	<i>Comptes Harmonisés sur les Echanges et L'Economie Mondiale</i> (CHELEM)
	GDP_{it}	Produto Interno Bruto do país investidor (i) no ano t, a preços correntes (em milhões de USD)	UNCTAD
	GDP_{jt}	Produto Interno Bruto do país recetor (j) no ano t, a preços correntes (em milhões de USD)	UNCTAD
	GDPpc_{it}	Produto <i>per capita</i> do país investidor (i) em t, a preços correntes (constitui, no presente estudo, uma <i>proxy</i> dos custos com a mão de obra) (em USD)	UNCTAD
	GDPpc_{jt}	Produto <i>per capita</i> do país recetor (j) em t, a preços correntes (constitui, no presente estudo, uma <i>proxy</i> dos custos com a mão de obra) (em USD)	UNCTAD
	SIML_{ijt}	Semelhança económica (em termos de dimensão do PIB) entre i e j: $SIM_{ijt} = 1 - (GDP_i / (GDP_i + GDP_j))^2 - (GDP_j / (GDP_i + GDP_j))^2$ Intervalo de valores: [0; 0,5]	Cálculos do autor
	RER_{ijt}	Taxa de câmbio real efetiva entre i e j. Mede a troca de bens (número de cabazes de bens) que o país investidor necessita de efetuar com o recetor para a obtenção de 1 cabaz dos seus bens (do recetor). É calculada pelo produto das taxas de câmbio nominais (NER) (extraídas da OCDE) e o índice de preços ao consumidor (CPI) (extraídos da UNCTAD): $RER_{ijt} = (NER_{it/\$} / NER_{jt/\$}) * (CPI_{jt} / CPI_{it})$	Cálculos do autor
	TRADE_{ijt}	Troca comercial (exportações-importações) entre os países investidores (i) e recetores (j)	International Trade Centre (ITC) (www.trademap.org)

Quadro 3 – Descrição e origem das Variáveis (*Cont.*)

	Variável	Descrição	Fonte
Variáveis Explicativas (<i>cont.</i>)	INFL_{it}	Taxa de inflação do país investidor (i). É dada pelo quociente da diferença entre o índice de preços ao consumidor entre o ano N e N-1 e o índice de preços ao consumidor de N-1 $INFL_N = (CPI_N - CPI_{N-1}) / CPI_{N-1} * 100$	Cálculos do autor
	INFL_{jt}	Taxa de inflação do país recetor (j). Ver INFL _{it}	Cálculos do autor
	INFRA_{jt}	Infraestruturas do país recetor (j). Medida pelo número de <i>users</i> da Internet nos últimos 3 meses de cada ano.	International Telecommunication Union, World Telecommunication/ICT Development Report and database.
	GOV_REV_{it}	Receitas Governamentais do país investidor (i) no período t (% PIB)	OCDE
	GOV_EXP_{it}	Despesas Governamentais do país investidor (i) no período t (% PIB)	OCDE
	GOV_REV_{jt}	Receitas Governamentais do país recetor (j) no período t (% PIB)	OCDE
	GOV_EXP_{jt}	Despesas Governamentais do país recetor (j) no período t (% PIB)	OCDE
	LANG_{ij}	Variável Binária (<i>Dummy</i>) – Toma o valor de 1 para as comunidades que partilham um idioma e 0, caso contrário.	CHELEM
	BORD_{ij}	Variável Binária (<i>Dummy</i>) – Toma o valor de 1 para os países fronteiriços e 0, caso contrário.	CHELEM
	CRISIS_{ijt}	Variável Binária (<i>Dummy</i>) – Toma o valor de 1 entre o período de 2008-2012 e 0, caso contrário	Cálculos do autor

As estatísticas descritivas podem ser visualizadas na **Tabela 1** e o efeito esperado que cada um dos determinantes apresenta na atratividade do IDE, em consonância com o exposto pela literatura, está presente na **Tabela 2**.

Tabela 1 - Estatísticas Descritivas

	Observações (N)	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio - padrão
FDI_{ij}	7536	2 473,75	14,36	841 457,41	-94 851,00	26 415,61
DIST_{ij}	7536	4 320,94	2 092,00	19 586,18	59,62	4 538,91
GDP_i	7536	1 430 794,55	479 321,13	18 729 509,50	12 944,12	2 880 930,63
GDP_j	7536	1 733 661,87	455 199,82	18 729 509,50	12 944,12	3 344 589,19
GDPpc_i	7536	40 869,35	40 898,86	119 226,02	7 792,26	22 399,22
GDPpc_j	7536	37 605,42	38 282,04	119 226,02	7 979,81	20 871,08
SIML_{ij}	7536	0,273	0,274	0,50	0,002	0,16
RER_{ij}	7536	41,91	1,00	2 003,04	0,00	199,14
TRADE_{ij}	7536	91,38	2,78	92 596,49	-77 813,04	8 423,97
INFL_i	7536	2,07	1,91	12,65	-4,48	1,96
INFL_j	7536	2,23	1,99	12,65	-1,74	2,14
INFRA_j	7536	72,64	75,00	98,24	24,00	16,45
GOV_REV_i	7536	41,71	41,27	58,86	20,46	7,61
GOV_REV_j	7536	42,79	42,83	57,71	30,30	6,48
GOV_EXP_i	7536	43,89	43,97	65,10	20,20	7,59
GOV_EXP_j	7536	45,64	45,29	62,17	29,48	6,68
BORD_{ij}	7536	0,09	0,00	1,00	0,00	0,28
LANG_{ij}	7536	0,06	0,00	1,00	0,00	0,24
CRISIS_{ijt}	7536	0,43	0,00	1,00	0,00	0,50

Relativamente às estatísticas obtidas, conceda-se especial ênfase às variáveis Semelhança Económica (SIML_{ijt}) e taxa de câmbio real efetiva (RER_{ijt}). No que se refere ao primeiro caso, salientamos a semelhança entre a média e mediana, permitindo-nos inferir sobre a existência de uma distribuição muito próxima da simétrica (coeficiente de assimetria de - 0.10). Este resultado é um sinal de que no respeito à diversidade da nossa amostra, a mesma contempla de forma mais ou menos equitativa quer um conjunto de países que divergem entre si, em termos de dimensão relativa do PIB, quer países que convergem, pelo que um eventual argumento referente ao facto de se considerar apenas países de grande dimensão não é, neste caso, válido.

Já no segundo caso, salienta-se a discrepância verificada entre o valor máximo e mínimo da amostra. O valor de 2 003,4 corresponde à taxa de câmbio efetiva real entre o Reino Unido e Coreia do Sul para o ano de 2008. O impressionante montante é justificado pela presença de uma moeda coreana muito enfraquecida, já que a taxa de câmbio entre a won (moeda sul coreana) e o dólar no período da amostra ronda os 1000 won por 1 dólar.

Por último, alerta-se para a semelhança, em termos médios, que quer as receitas quer as despesas governamentais dos países investidores e recetores apresentam, pelo que a ideia subjacente à consideração de ambos os países na explicação de uma maior ou menor atratividade do IDE parece apresentar-se como válida. Uma influência em qualquer uma destas variáveis em qualquer dos países envolvidos poderá afetar a relação de investimento existente.

Tabela 2 – Efeito esperado dos Determinantes do Investimento Direto

	Variável	Descrição	Efeito Esperado
Variável Dependente	FDI_{ijt}	Fluxo de entrada de IDE do país i (investidor) em j (recetor) no ano t	
	DIST_{ij}	Distância Ortodrómica (<i>Great Circle</i>) entre as capitais dos países investidores e recetores de IDE	-
	GDP_{it}	Produto Interno Bruto do país investidor (i) no ano t	+
	GDP_{jt}	Produto Interno Bruto do país recetor (j) no ano t	+
	GDPpc_{it}	Produto <i>per capita</i> do país investidor (i) em t	+/-
	GDPpc_{jt}	Produto <i>per capita</i> do país recetor (j) em t	+/-
	SIML_{ijt}	Semelhança económica (em termos de dimensão do PIB) entre i e j	+
	RER_{ijt}	Taxa de câmbio real efetiva entre i e j	+/-
	TRADE_{ijt}	Troca comercial entre os países investidores (i) e recetores (j)	+/-
	INFL_{it}	Taxa de inflação do país investidor (i)	-
Variáveis Explicativas	INFL_{jt}	Taxa de inflação do país recetor (j)	-
	INFRA_{jt}	Infraestruturas do país recetor (j)	+
	GOV_REV_{it}	Receitas Governamentais do país investidor (i) no período t	?
	GOV_EXP_{it}	Despesas Governamentais do país investidor (i) no período t	+
	GOV_REV_{jt}	Receitas Governamentais do país recetor (j) no período t	?
	GOV_EXP_{jt}	Despesas Governamentais do país recetor (j) no período t	+
	LANG_{ij}	Variável Binária (<i>Dummy</i>) – Toma o valor de 1 para as comunidades que partilham um idioma e 0, caso contrário.	+
	BORD_{ij}	Variável Binária (<i>Dummy</i>) – Toma o valor de 1 para os países fronteiriços e 0, caso contrário.	+
	CRISIS_{ijt}	Variável Binária (<i>Dummy</i>) – Toma o valor de 1 entre o período de 2008-2012 e 0, caso contrário	-

Na **Tabela 3** é disponibilizado o coeficiente de correlação de *Pearson*, onde imediatamente se constata a existência de uma relação negativa entre o fator distância e o Investimento Direto Estrangeiro e uma positiva entre o IDE e o PIB de cada um dos grupos de países considerados (investidores e recetores). Porém, e com alguma surpresa, a relação com o PIB do país investidor manifesta-se mais forte do que com a do recetor. No extremo oposto, verificamos uma conexão mais importante entre o PIB *per capita* do país recetor com o IDE do que o PIB *per capita* do país investidor com o IDE.

Ao contrário do esperado, a variável referente à semelhança económica tem uma correlação negativa com o IDE, o que poderá constituir um indício de obtenção de resultados contraditórios. O mesmo se verifica para o caso das receitas e das despesas governamentais, tanto nos países investidores como recetores. A sua relação com o IDE é negativa pelo que sugere uma incapacidade das despesas governamentais apresentarem algum efeito positivo no IDE.

Por último, deparamo-nos com coeficientes de correlação muito fortes entre as despesas e as receitas quer dos países investidores quer recetores. No caso dos países investidores, o coeficiente obtido é de 0,7933 e nos países recetores, a relação entre as despesas e as receitas governamentais é de 0,8260, o que sugere eventuais problemas de *multicolineriedade*.

Tabela 3 - Coeficiente de correlação de *Pearson*

	1	2	3	4	5	6	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
1 FDI_{ij}	1,0000																		
2 DIST_{ij}	-0,0172	1,0000																	
3 GDP_i	0,1198	0,1789	1,0000																
4 GDP_j	0,0285	0,2191	-0,0319	1,0000															
5 GDP_{pc}_i	0,0522	-0,0191	0,0737	0,0117	1,0000														
6 GDP_{pc}_j	0,2059	-0,0096	0,0026	0,1429	-0,0122	1,0000													
9 SIML_{ij}	-0,0676	-0,0850	-0,1953	-0,2484	-0,0110	-0,1345	1,0000												
10 RER_{ij}	-0,0160	0,1085	-0,0130	0,0129	-0,1494	0,0316	0,0404	1,0000											
11 TRADE_{ij}	0,0242	0,0044	-0,0856	0,2213	0,0189	0,0174	-0,0339	0,0406	1,0000										
12 INFL_i	-0,0405	0,0387	-0,0810	-0,0058	-0,2003	0,0295	-0,0532	0,0554	-0,0402	1,0000									
13 INFL_j	-0,0386	-0,0316	-0,0012	-0,1228	0,0143	-0,1311	-0,0654	-0,0180	0,0502	0,2563	1,0000								
14 INFRA_j	0,0803	0,0397	0,0185	0,0317	0,0288	0,5431	-0,1315	-0,0274	-0,0423	-0,1341	-0,2059	1,0000							
15 GOV_REV_i	-0,0341	-0,3153	-0,2804	0,0157	0,3033	-0,0079	0,0683	-0,1693	-0,0170	-0,1386	-0,0174	0,0170	1,0000						
16 GOV_REV_j	-0,0127	-0,2324	0,0185	-0,4223	-0,0121	0,2837	0,1713	0,0311	-0,1007	-0,0259	-0,1822	0,1986	-0,0269	1,0000					
17 GOV_EXP_i	-0,0277	-0,3450	-0,1389	0,0102	0,0764	-0,0070	0,0285	-0,2259	-0,0536	-0,1798	-0,0120	0,0532	0,7933	-0,0368	1,0000				
18 GOV_EXP_j	-0,0411	-0,2044	0,0152	-0,2527	0,0007	0,1424	0,1707	0,0425	-0,0472	-0,0131	-0,1883	0,0123	-0,0372	0,8260	0,0159	1,0000			
19 BORD_{ij}	0,0152	-0,1885	-0,0309	0,0099	0,0174	0,0411	0,0286	-0,0547	-0,0470	-0,0517	-0,0525	-0,0109	0,0693	0,1113	0,0683	0,1026	1,0000		
20 LANG_{ij}	0,0697	-0,0249	-0,0003	0,1286	0,1657	0,1959	-0,0482	-0,0507	-0,0023	-0,0631	-0,0469	0,0729	-0,0115	0,0466	-0,0312	0,0474	0,4176	1,0000	
21 CRISIS_{ij}	-0,0477	0,0096	0,0044	0,0013	0,0353	0,0229	0,0121	0,0093	0,0038	0,2671	0,3127	-0,0040	-0,0532	-0,0708	0,1344	0,1590	-0,0044	-0,0065	1,0000

3. 3. Metodologia

A teoria económica prevê que os efeitos decorrentes das políticas económicas, fiscais e/ou sociais no IDE não sejam totalmente visíveis no curto prazo, verificando-se um desfasamento temporal entre o momento da decisão de investimento e os efeitos propriamente ditos, resultante de barreiras burocráticas, psicológicas, humanas, económicas, financeiras, sociais... (Pereira, 2011)

De igual modo, ao IDE está associada uma estrutura dinâmica, cuja ideia subjaz no facto de que as organizações que realizaram investimentos no momento $t-1$ tenderão a perpetuá-los até a um momento $t+n$ ($n=1,2,3,\dots$), contemplando, deste modo, o conceito de longo prazo presente na sua noção (... “*relação duradoura*”). Por outras palavras, as decisões de investimento tomadas no momento t tenderão a considerar as realizadas em $t-n$.

No presente estudo não exploramos a dimensão do desfasamento temporal, concedendo, em contrapartida, ênfase à estrutura dinâmica. Numa primeira instância, recorreremos a um modelo estático, cujo objetivo único é captar os efeitos descritos nas hipóteses de investigação previamente formuladas. Posteriormente, incidimos sobre o elemento dinâmico.

Para o efeito, aplicar-se-á o Modelo Gravitacional, inspirado nas leis da Física. Desenvolvido por Newton no século XVII, define que atração entre dois corpos é diretamente proporcional ao produto das suas massas (representado no IDE pelo PIB) e inversamente proporcional à sua distância (Falk, 2016). A sustentabilidade teórica deste modelo pode ser encontrada no paradigma eclético desenvolvido por Dunning. A sua equação base elucida-nos que o IDE (X_{ij}) é uma função não só dependente do PIB de cada membro envolvido na relação de Investimento (GDP) e da sua distância ($DIST'_{ij}$), mas também da sua população (P) :

$$X_{ij} = f (GDP_i, GDP_j, P_i, P_j, D_{ij}) \quad (2)$$

Todavia, conforme referem Gast e Herrmann (2008), o Modelo Gravitacional tem sido especificado de diversas formas de acordo com as necessidades de cada autor : “ *In practice, the gravity equation has been specified in different ways according to authors’ needs*” (Gast & Herrmann, 2008, p. 514).

No intuito de atenuar esta diversidade, inspiramo-nos no modelo desenvolvido por Kahouli e Maktouf (2015) e mais recentemente aplicado por Khamphengvong et al. (2018). No entanto, refira-se que não é possível eliminar a necessidade de proceder a alterações ao modelo, já que a nossa análise apresenta especificidades diferentes das dos autores, pelo que será necessário expandi-lo, incorporando variáveis fundamentais para prossecução dos objetivos consagrados.

3.3.1. O Modelo Gravitacional Estático

Apesar de a nossa amostra se basear numa estrutura de dados em painel, para efeitos da presente metodologia tal estrutura não será contemplada, uma vez que após analisadas as especificidades da amostra, é possível inferir uma predominância e uma relevância da estrutura temporal em detrimento da seccional. Perante o exposto, o processo de estimação dos modelos em seguida apresentados tem por base o modelo de regressão linear generalizado (do inglês, GLS – *Generalized Least Square*). Trata-se de um modelo similar ao modelo clássico (método dos mínimos quadrados (OLS)) com a diferença de que as hipóteses de homocedasticidade e autocorrelação são violadas. Por forma a contemplar tais particularidades, a covariância dos coeficientes é obtida com recurso ao estimador de *Newey-West*, corrigindo não só a autocorrelação como também a heteroscedasticidade presente em ambos os modelos.

O primeiro modelo contemplado, modelo A, que visa testar a primeira hipótese de investigação assume a seguinte composição econométrica:

$$\begin{aligned} \ln FDI_{ijt} = & \beta_1 + \beta_2 \ln DIST_{ij} + \beta_3 \ln GDP_{it} + \beta_4 \ln GDP_{jt} + \beta_5 \ln GDP_{pcit} + \beta_6 \ln GDP_{pcjt} \\ & + \beta_7 \ln SIML_{ijt} + \beta_8 \ln RER_{ijt} + \beta_9 \ln TRADE_{ijt} + \beta_{10} \ln INFL_{it} + \beta_{11} \ln INFL_{jt} + \beta_{12} \ln INFRA_{jt} \\ & + \beta_{13} LANG_{ij} + \beta_{14} BORD_{ij} + \beta_{15} CRISIS_{ijt} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (A)$$

Onde,

FDI_{ijt} – Investimento Direto Estrangeiro do país i (investidor) em j (recetor) no período t ; $DIST_{ij}$ – Distância geográfica entre i e j ; GDP_{it} e GDP_{jt} – PIB do país investidor e recetor, respetivamente; GDP_{pcit} e GDP_{pcjt} – PIB *per capita* do país investidor e recetor, respetivamente; SIM_{ijt} – Distância económica; RER_{ijt} – Taxa de câmbio efetiva real; $TRADE_{ijt}$

– comércio internacional praticado entre o país investidor e o recetor; $INFL_{it}$ e $INFL_{jt}$ – Taxa de inflação do país investidor e recetor, respetivamente; $INFRA_{jt}$ – infraestruturas do país recetor; $LANG_{ij}$ – Variável Binária que assume o valor de 1 para países que partilham uma mesma língua; $BORD_{ij}$ – Variável Binária que assume o valor de 1 para países transfronteiriços; $CRISIS_{ijt}$ – Variável Binária que assume o valor de 1 para o período de 2008-2012 e ε_{it} corresponde ao termo de perturbação.

Ln corresponde ao logaritmo natural.

Por forma a testar a segunda hipótese de investigação, o modelo econométrico B apresenta a seguinte estrutura:

$$\begin{aligned} \ln FDI_{ijt} = & \beta_1 + \beta_2 \ln DIST_{ij} + \beta_3 \ln GDP_{it} + \beta_4 \ln GDP_{jt} + \beta_5 \ln GDP_{pcit} + \beta_6 \ln GDP_{pcjt} \\ & + \beta_7 \ln SIML_{ijt} + \beta_8 \ln RER_{ijt} + \beta_9 \ln TRADE_{ijt} + \beta_{10} \ln INFL_{it} + \beta_{11} \ln INFL_{jt} + \beta_{12} \ln INFRA_{jt} \quad (\mathbf{B}) \\ & + \beta_{13} GOV_REV_{it} * CRISIS_{ijt} + \beta_{14} GOV_EXP_{it} * CRISIS_{ijt} + \beta_{15} GOV_REV_{jt} * CRISIS_{ijt} + \\ & \beta_{16} GOV_EXP_{jt} * CRISIS_{ijt} + \beta_{17} LANG_{ij} + \beta_{18} BORD_{ij} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Onde,

FDI_{ijt-1} - Investimento Direto Estrangeiro do país i (investidor) em j (recetor) no período t-1.

GOV_REV_{it} e GOV_REV_{jt} – Receitas Governamentais dos países investidores e recetores, respetivamente;

GOV_EXP_{it} e GOV_EXP_{jt} – Despesa Governamental dos países investidores e recetores, respetivamente;

As restantes variáveis têm o significado já descrito.

3.3.2. O Modelo Gravitacional Dinâmico

Ao contrário do que se sucedeu com o Modelo Gravitacional Estático, o Modelo Dinâmico incide sobre a estrutura em painel característica da nossa amostra, permitindo a captação da dinâmica do Investimento Direto Estrangeiro.

Comparativamente aos demais tipos de dados (temporais ou em seccionais), os dados em painel (*painel data*) tornam o processo de estimação mais complexo, mas simultaneamente mais completo. As vantagens da utilização destes dados são enumeradas por, entre outros, Malhotra et al. (2014). Um dos benefícios óbvios reside no maior número de observações obtidas, tornando não só o procedimento de estimação mais fidedigno, como também conferindo uma maior robustez às conclusões obtidas. Outras das vantagens explanada pelos autores é a redução do problema da multicolinearidade, já que quando nos debruçamos sobre o *mix* de efeitos temporais com os de *cross section*, a probabilidade das variáveis envolvidas se auto - correlacionarem é menor.

O Modelo Gravitacional Dinâmico, em seguida exposto, tem como objetivo único a **captação da estrutura dinâmica** inerente ao IDE, previamente explanada. No nosso estudo, consideramos uma estrutura dependente apenas de um único momento (t-1):

$$\begin{aligned} \ln FDI_{ijt} = & \beta_1 + \lambda \ln FDI_{ijt-1} + \beta_2 \ln DIST_{ij} + \beta_3 \ln GDP_{it} + \beta_4 \ln GDP_{jt} + \beta_5 \ln GDP_{pc_{it}} + \\ & \beta_6 \ln GDP_{pc_{jt}} + \beta_7 \ln SIML_{ijt} + \beta_8 \ln RER_{ijt} + \beta_9 \ln TRADE_{ijt} + \beta_{10} \ln INFL_{it} + \beta_{11} \ln INFL_{jt} + \\ & \beta_{12} \ln INFRA_{jt} + \beta_{17} LANG_{ij} + \beta_{18} BORD_{ij} + \beta_{19} CRISIS_{ijt} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (C)$$

Conforme foi oportunamente referido, o modelo dinâmico previamente exposto e o em seguida apresentado, dado possuírem como variável explicativa a variável dependente desfasada um período e, como tal, obrigando à implementação de um conjunto de procedimentos econométricos próprios (recurso a *lags*), apenas contemplam um período de 9 e 8 anos, respetivamente. Tratam-se de dois modelos que têm como elemento estruturante um painel de dados não balanceado, estando o número de observações incluídas em cada um deles dependente da hipótese em análise (H1 ou H2). Os modelos são estimados com recurso à diferença do Método dos Momentos Generalizados (do inglês, *Difference Generalized Method of Moments* – Diff GMM).

Se admitirmos como correto o pressuposto de que o IDE realizado no momento t está dependente das decisões de investimento realizadas em períodos anteriores, parece-nos igualmente oportuno afirmar que os efeitos atenuantes das despesas governamentais perante a crise económica – financeira se estenderão a um mesmo período temporal, pelo que formulamos o seguinte modelo econométrico, modelo D, por forma a testar uma eventual dinâmica inerente à **H2**.

$$\begin{aligned} \text{Ln FDI}_{ijt} = & \beta_1 + \lambda \text{Ln FDI}_{ijt-1} + \beta_2 \text{Ln DIST}_{ij} + \beta_3 \text{Ln GDP}_{it} + \beta_4 \text{Ln GDP}_{jt} + \beta_5 \text{Ln GDPpc}_{it} + \\ & \beta_6 \text{Ln GDPpc}_{jt} + \beta_7 \text{Ln SIML}_{ijt} + \beta_8 \text{Ln RER}_{ijt} + \beta_9 \text{Ln TRADE}_{ijt} + \beta_{10} \text{Ln INFL}_{it} + \beta_{11} \text{Ln INFL}_{jt} + \quad (\mathbf{D}) \\ & \beta_{12} \text{Ln INFRA}_{jt} + \beta_{13} \text{GOV_REV}_{it} * \text{CRISIS}_{ijt} + \beta_{14} \text{GOV_EXP}_{it} * \text{CRISIS}_{ijt} + \beta_{15} \text{GOV_REV}_{jt} \\ & * \text{CRISIS}_{ijt} + \beta_{16} \text{GOV_EXP}_{jt} * \text{CRISIS}_{ijt} + \beta_{17} \text{LANG}_{ij} + \beta_{18} \text{BORD}_{ij} + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

Capítulo IV - Resultados

Os resultados obtidos pelo presente estudo revelam algumas características surpreendentes no conjunto dos países da OCDE. Por forma a simplificar o seu entendimento, os resultados são ramificados em dois pontos: “Resultados Estáticos” e “Resultados Dinâmicos”. A sua interpretação tem como pressuposto um nível de significância estatístico de 5%, sem prejuízo de que nos casos em que se revele oportuno seja expresso algo em contrário.

4. 1. Resultados Estáticos

Tomando como ponto de partida a análise à primeira hipótese de investigação, destaca-se, desde logo, o efeito negativo e significativo da crise do *Subprime* na atratividade dos fluxos do IDE. Comparativamente aos períodos de “estabilidade económica” (2005-2007 e 2013-2016), o IDE sofreu uma redução de cerca de 52% no período da crise (2008-2012), concedendo uma confirmação parcial às afirmações proferidas por Poulsen e Hufbauer (2011).

Os impactos desta recessão económica tornam-se ainda mais evidentes quando considerados os efeitos anuais, com os anos de 2008 e 2012 a apresentarem um especial destaque, com uma diminuição significativa do IDE relativamente aos anos precedentes – Apêndice II.

Portugal, Itália e Grécia (bem como a Áustria) são os países recetores de investimento que mais sentiram o impacto da crise financeira, obrigando, como é do conhecimento geral, a que os 3 primeiros países tivessem em maior ou menor grau de adotar medidas de austeridade. Portugal e Grécia tiveram, inclusive, de recorrer ao apoio concedido pelo Fundo Monetário Internacional. Ou seja, a diminuição do investimento estrangeiro nestes países terá contribuído para um efeito agravante da sua situação económica e financeira – Apêndice III. Em síntese, confirma-se a primeira hipótese de investigação formulada, corroborando o exposto pela literatura.

As variáveis estruturais do Modelo Gravitacional (PIB e a Distância) demonstraram-se, neste primeiro modelo, significativas e com os efeitos expetáveis. Tanto o PIB do país investidor como o do recetor têm um efeito positivo na atração do IDE, pelo que a ideia

desenvolvida por Dunning referente à motivação *Marketing Seeking* parece ser corroborada. Denote-se, igualmente, que o PIB *per capita* de cada um dos grupos de países revela-se positivo, conferindo um indicador da intensidade tecnológica do processo produtivo (predominância do fator capital em detrimento de uma intensidade em mão de obra).

A semelhança económica entre os países apresenta o efeito esperado, mas não se revela estatisticamente significativa. Porém, caso consideremos a medida proposta por Le (2017)¹⁸, além de se verificar um coeficiente positivo, este revela-se estatisticamente significativo (resultados não reportados), não prejudicando as inferências obtidas relativas às variáveis anteriormente referidas.

Já no caso da taxa de câmbio real efetiva, esta apenas se revela estatisticamente significativa para um nível de significância de 10%.

A relação entre o comércio internacional e o IDE nos países da OCDE é positiva, o que aparentemente revelaria uma relação de complementaridade entre os conceitos, mas a variável não é estatisticamente significativa na nossa análise.

No que concerne à inflação, no caso do país investidor, esta apresenta um impacto negativo, mas não estatisticamente significativo. Surpreendentemente, a inflação do país recetor tem um efeito **positivo**, contrário ao que a literatura prevê. Este resultado inesperado pode ser explicado pelo facto de no período considerado se ter presenciado situações de deflação. A economia possui um conjunto de instrumentos preparados para atuar perante situações de inflação, mas no caso de deflação esses instrumentos são praticamente inexistentes ou os seus efeitos são minimalistas. Desta forma, parece predominar a ideia de que os países investidores tenderão a aplicar os seus recursos em países em que se verifique inflação por forma a não se confrontarem com os problemas que situações deflacionárias originam. Perante estes cenários (i.e. deflacionários), os consumidores tendem a adiar a aquisição de novos bens com o objetivo de os adquirir futuramente a um preço mais baixo. Caso este comportamento se estenda a um horizonte temporal alargado, as entidades poderão enfrentar dificuldades financeiras resultantes de uma quebra do seu volume de negócios. A obtenção de um efeito positivo da taxa de inflação está em concordância com Leitão e Faustino (2010), Jadhav (2012), Alam e Shah (2013).

¹⁸ $RER = \text{Log}(\text{PIBpc}_i) - \text{Log}(\text{PIBpc}_j)$

O efeito das infraestruturas na presente análise revelou-se contrário ao expetável. A literatura prevê um efeito positivo associado a este fator, mas no caso dos países OCDE a obtenção de um coeficiente negativo pode ser justificada pelo argumento de Rehman et al. (2011): nos países desenvolvidos, como é o caso, as infraestruturas são apenas um indicador de atratividade para as economias emergentes e não um motivador. A nossa amostra tem como limitação ser constituída apenas pelos países pertencentes à OCDE (países desenvolvidos), pelo que além deste fator não funcionar enquanto elemento motivador do IDE, também não cumpre o papel de indicador.

Outra possível justificação, bem mais complexa, reside na possibilidade desta variável se apresentar como um sinal de má gestão financeira por parte das Autoridades Governamentais. As estruturas presentes nos países desenvolvidos são, comparativamente às demais, altamente avançadas e atuais, pelo que uma persistência em despendar receitas públicas em mais construções poderá ser revelador de um desperdício de recursos que poderiam ser aplicados em outras áreas de atuação, como saúde ou educação. O incremento da intervenção do Estado na economia pode ser de tal forma excessivo que os efeitos verificados contradizem os desejados.

Por último, nos países da OCDE existe uma valorização da comunicação em detrimento da proximidade geográfica, já que a variável explicativa referente à fronteira (**BORD**) não se revela determinante, ao contrário do que sucede com a comunicação (**LANG**). A explicação destes resultados poderá residir no facto da grande maioria dos países constituintes da amostra pertencerem a uma região económica (seja a União Europeia (EU), Tratado Norte Americano de Livre Comércio (NAFTA), Associação de Nações do Sudeste Asiático (ASEAN),...) que lhes permite o acesso a um conjunto diverso de mercados, independentemente da sua localização. Porém, a integração em regiões que permitem a livre circulação do comércio (e capital, pessoas,..) não elimina as barreiras linguísticas e o nosso estudo constitui um alerta para esse facto. Proporcionar à população os meios necessários para a aprendizagem de novas línguas (seja pela geração presente e/ou futuras) não deve ser descuidado por parte das entidades governamentais.

Quanto à H2, recordamos que o elemento fundamental reside na eventualidade das despesas governamentais constituírem um elemento atenuante dos efeitos da recessão económica. No caso do país investidor, verificaríamos que um aumento da despesa por parte das entidades governamentais tenderia a incrementar o IDE, no entanto, a variável em causa

não se revela estatisticamente significativa. Surpreendentemente, um aumento das despesas governamentais nos países recetores provoca um efeito negativo e significativo na atração do Investimento Direto Estrangeiro. Este resultado, apesar de contrastar com a hipótese formulada, está em concordância com Dornean e Oanea (2014). Segundo os autores, um aumento das despesas por parte de um território poderá constituir um sinal de que a sua situação financeira está a deteriorar-se, desincentivando potenciais investidores: *“Even if in theory, an increase in public expenditure is supposed to attract more foreign investors, in practice, this decision deters them because the increase of expenditures could mean that financial health of that country is worsening”* (Dornean & Oanea, 2014, p. 410). Perante tal resultado, não é possível confirmar a segunda hipótese de investigação formulada.

Por um raciocínio análogo ao anterior, poderíamos inferir que um aumento das receitas significaria que um território se encontrava a superar a crise económica de tal forma que poderia aumentar a sua carga fiscal. É o que os resultados obtidos nos parecem indicar ao verificar-se um efeito positivo nas receitas quer do país investidor quer do recetor. Porém, uma vez mais as variáveis não se revelam estatisticamente significativas.

Em suma, o Modelo Gravitacional Estático permite-nos aferir, em primeiro lugar, a importância da recessão económica de 2008 na história do IDE e, em segundo lugar, que uma política orçamental expansionista, assente no aumento das despesas governamentais, não parece ser a melhor forma de controlar ou minimizar os efeitos que uma recessão económica provoca (em concreto, não o terá sido na recessão de 2008).

Tabela 4 - Resultados

Variáveis	Dependente: FDI _{ijt}			
	Modelos Estáticos		Modelos Dinâmicos	
	A (H1)	B (H2)	C (H1)	D (H2)
C	-15,5987*	-15,2374*	-	-
FDI _{ijt-1}	-	-	0,0067	0,0022
DIST _{ij}	-0,4011*	-0,4023*	-	-
GDP _i	0,5442*	0,5557*	-2,6102	-3,6231
GDP _j	0,2994*	0,291*	3,7113	6,5044
GDP _{pc} _i	0,7788*	0,6919*	6,3618	6,9313
GDP _{pc} _j	0,5124*	0,5929*	-7,6043	-9,2560
SIML _{ij}	0,0792	0,0701	0,7352	0,7797
RER _{ij}	0,0371***	0,0384	2,9655***	2,9777***
TRADE _{ij}	0,0016	0,0035	0,7243	0,4981
INFL _i	-0,0054	-0,0054	0,1143	0,0781
INFL _j	0,2337*	0,2124*	0,0780	0,0654
INFRA _j	-0,8958*	-0,9677*	1,8338	2,2506
LANG _{ij}	1,7674*	1,851*	-	-
BORD _{ij}	0,4181	0,4017	-	-
CRISIS _{ij}	-0,5155*	-	-0,5937	-
GOV_REV _i * CRISIS	-	0,0186	-	-0,0439
GOV_REV _j * CRISIS	-	0,0303	-	0,0442
GOV_EXP _i * CRISIS	-	0,0029	-	0,0186
GOV_EXP _j * CRISIS	-	-0,0594*	-	-0,0229
R2	0,079	0,0775	-	-
Observações (N)	7974	7 536	4918	4686
F - Statistic	48,7623	37,1411	-	-
Prob(F- Statistic)	0,00000	0,00000	-	-
Newey - West Estimator	SIM	SIM	N.A	N.A
J- Statistic	-	-	1,2123	1,2741
Prob(J - Statistic)	-	-	0,2709	0,2590

*, **, *** Representam um nível de significância estatística de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Variáveis endógenas consideradas no *Difference GMM*: GDP_i, GDP_j, GDP_{pc}_i, GDP_{pc}_j, RER_{ij}, TRADE_{ij}, CRISIS_{ijt} (Lags: 2-3). N.A.: *Not Applicable*

4. 2. Resultados Dinâmicos

Analisando o modelo **C** presente na Tabela 4, não é possível corroborar a existência de uma interdependência entre o investimento realizado em t e $t-1$, já que o coeficiente da variável referente ao IDE desfasado por um período (FDI_{ijt-1}), apesar de positivo, não se demonstra estatisticamente significativo. Porém, os resultados não são totalmente surpreendentes. Relembre-se que a variável dependente da nossa análise é o fluxo do IDE, pelo que o maior ou menor investimento estará sujeito às oscilações económicas que cada investidor (país) enfrenta e não, necessariamente, do montante investido em períodos passados. A conclusão obtida diverge da encontrada por Kahouli e Maktouf (2015), mas no nosso entender tal diferença deve-se, de facto, à variável dependente considerada. Os autores recorrem aos *stocks* do IDE que, conforme referido, são mais estáveis do que os fluxos (ver equação (1)).

Todas as restantes variáveis não apresentam qualquer relevância estatística. Inesperadamente, apesar da variável referente à crise possuir um coeficiente negativo, este não é estatisticamente significativo. Tendo presente que consideramos como variável dependente os **fluxos** do IDE, este resultado diverge das nossas expectativas. Acreditamos apresentar um total interesse a novos estudos o aprofundamento desta questão, ao considerar, por exemplo, um horizonte temporal mais amplo.

Quanto à H2, também não nos é possível verificar que a intervenção do governo na economia tenha atenuado os efeitos da recessão económica, já que perante a estrutura dinâmica nenhuma das variáveis consideradas se revela estatisticamente significativa.

Em suma, quando incidindo sobre os fluxos do IDE, o elemento dinâmico associado ao IDE não parece apresentar qualquer relevância, não se confirmando H1 ou H2, pelo que o recurso a modelos estatísticos parece ser mais adequado na explicação dos **fluxos do IDE**.

Por forma a ultrapassar eventuais problemas de multicolineariedade entre as receitas e as despesas sugeridos pelo coeficiente de *Pearson*, foram ainda realizados procedimentos estatísticos onde se incluíram somente as despesas ou as receitas governamentais de cada um dos grupos de países considerados, quer nos modelos estáticos quer nos gravitacionais. As principais conclusões, previamente expostas, não apresentaram divergências significativas (resultados não reportados).

4.3. Testes de Robustez

Ao longo da análise realizada previamente procedeu-se à identificação de um conjunto de elementos cujos efeitos poderão gerar resultados distintos dos obtidos. Perante tais situações, parece-nos clara a necessidade de efetuar algumas análises complementares, focadas em três pontos.

O primeiro ponto incide sobre a alteração da variável dependente. Conforme oportunamente referido, é nossa convicção de que certos resultados divergem dos identificados pela literatura pela diferença existente na definição da variável dependente: em substituição dos fluxos, faremos uso dos *stocks* de IDE.

Já a segunda análise incidirá sobre uma das principais críticas apontadas à literatura por esta dissertação: a consideração única e exclusivamente das taxas de imposto sobre as organizações enquanto *proxy* da *Fiscal Policy*. Não sendo possível verificar a importância do papel das despesas governamentais na atração do IDE, analisemos qual o contributo das taxas de impostos no incentivo ao investimento perante dificuldades económicas.

Por último, e sendo raros os estudos que o realizam, procederemos à divisão das despesas governamentais em correntes e em capital por forma a se verificar eventuais impactos distintos.

4.3.1. Teste 1: Variável Dependente Alternativa - *Stocks*

À semelhança do que se sucedeu com os fluxos, os *stocks* do IDE foram extraídos da base de dados da OCDE. Todas as restantes variáveis mantêm-se inalteradas. O mesmo se sucede com a metodologia adotada.

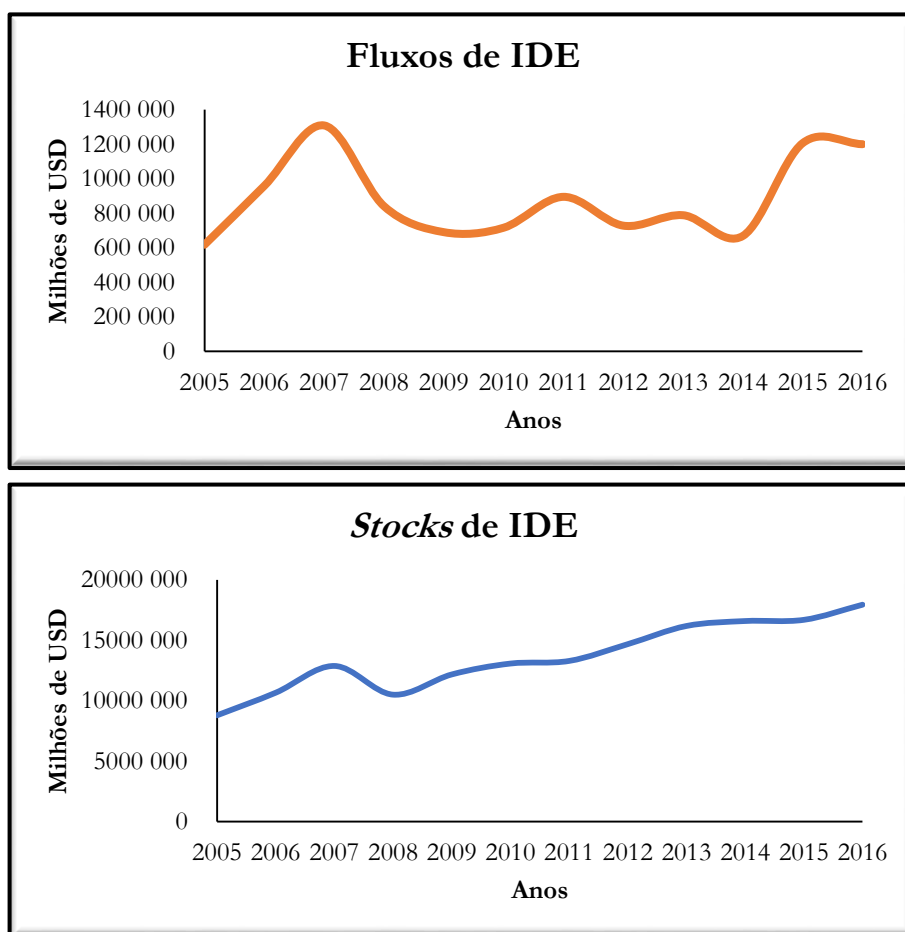
Os resultados obtidos, expressos na **Tabela 5**, apresentam-se em conformidade com os de Kahouli e Maktouf (2015). Perante o Modelo Gravitacional Estático, a primeira hipótese de investigação não é confirmada. Tal resultado tem como explicação a estabilidade dos *stocks*. Tratando-se o IDE de um investimento com carácter estratégico, a conjuntura económica, ainda que possa afetar as transações (fluxos) num determinado momento (como verificamos que se sucedeu), dificilmente encorajará a um total desinvestimento.

Não sendo possível confirmar H1, obviamente não faz qualquer sentido proceder à análise de H2.

No caso do Modelo Gravitacional Dinâmico, H1 e H2 também não são corroboradas, apresentando o coeficiente associado à crise económica - financeira um montante positivo, mas que não se revela estatisticamente significativo. Porém, se ignorarmos por momentos a não confirmação de H1 e considerarmos um nível de significância estatístico de 10%, verificaríamos uma H2 não rejeitada. Nos países recetores de investimento, um aumento das despesas públicas incrementaria a atração do IDE.

Por último, é possível confirmar o sugerido pela equação (1) i.e., o *stock* de investimento num determinado momento está dependente não só, mas também de momentos prévios, com o coeficiente referente à variável dependente desfasada um período (FDI_{ijt-1}) a apresentar-se positivo e estatisticamente significativo. Na **Figura 3** é possível visualizar uma conclusão similar, com os *stocks* do IDE a apresentarem uma maior estabilidade comparativamente aos fluxos.

Figura 3 – Fluxos VS. Stocks de IDE



Fonte: Elaboração Própria (com base nos dados extraídos da OCDE)

4.3.2. Teste 2: Medida Alternativa da *Fiscal Policy* -Taxas de Imposto

Perante a ausência de informação, não foi possível o recurso às taxas médias efetivas cobradas por cada um dos países envolvidos, pelo que a nossa análise fica limitada às taxas nominais (*Statutory Rate*) cobradas pelos mesmos.

Atendendo que estas taxas apenas fazem sentido perante a utilização dos fluxos, já que com os *stocks* a crise económica - financeira não se revelou determinante, retomamos enquanto variável dependente os fluxos do IDE. De forma similar, esta análise apenas apresenta algum efeito na segunda hipótese de investigação, não alterando de qualquer forma o mencionado referente à primeira hipótese. Na **Tabela 6**, expõem-se os efeitos das taxas de imposto sobre as organizações enquanto atenuantes da recessão económica.

Inferimos que apenas se revela significativa a taxa de imposto cobrada pelos países investidores no Modelo Gravitacional Estático. Perante aumentos da taxa de imposto, verifica-se uma diminuição do montante de investimento realizado. Esta situação é facilmente compreensível, na medida em que perante aumentos da carga fiscal, a capacidade de investimento dos países investidores sofre uma redução, já que um eventual montante destinado a investimento é redirecionado para o pagamento adicional de impostos.

4.3.3. Teste 3: Medida Alternativa da *Fiscal Policy* - Despesas Correntes Vs. Despesas de Capital

M. V. Le e Suruga (2006) constataam na análise aos fatores determinantes das taxas de crescimento que enquanto as despesas de capital e o IDE fomentam o crescimento, as despesas correntes apresentam um efeito contrário. Avançam como justificação o facto de que um aumento das despesas correntes constituir um indício de que será necessário proceder a aumentos da carga fiscal com o intuito de as suportar.

Um raciocínio análogo pode ser aplicado à explicação do IDE. Se atendermos que as despesas de capital têm como principal objetivo criar condições que induzam a um aumento do investimento privado, parece-nos lógico afirmar que o seu aumento perante cenários de fragilidade económica se reflita numa atenuação dos efeitos depreciativos provocados no IDE. Já o aumento das despesas correntes poderá indiciar um incentivo contrário, demonstrando a frágil situação económica e financeira que o território presencia (Dornean & Oanea, 2014).

Com o intuito de verificar eventuais consequências na atração do Investimento resultante desta divisão procedemos a uma reformulação dos modelos apresentados anteriormente (nomeadamente, os modelos que visam testar a segunda hipótese de investigação, permanecendo inalterada a estrutura econométrica referente à primeira hipótese de investigação). O novo Modelo Gravitacional Estático **(E)** apresenta a seguinte estrutura:

$$\begin{aligned} \text{Ln FDI}_{ijt} = & \beta_1 + \beta_2 \ln \text{DIST}_{ij} + \beta_3 \ln \text{GDP}_{it} + \beta_4 \ln \text{GDP}_{jt} + \beta_5 \ln \text{GDPpc}_{it} + \beta_6 \ln \text{GDPpc}_{jt} \\ & + \beta_7 \ln \text{SIML}_{ijt} + \beta_8 \ln \text{RER}_{ijt} + \beta_9 \ln \text{TRADE}_{ijt} + \beta_{10} \ln \text{INFL}_{it} + \beta_{11} \ln \text{INFL}_{jt} + \beta_{12} \ln \text{INFRA}_{jt} \quad \textbf{(E)} \\ & + \beta_{13} \text{GOV_EXP_CAP}_{it} * \text{CRISIS}_{ijt} + \beta_{14} \text{GOV_EXP_CAP}_{jt} * \text{CRISIS}_{ijt} + \\ & \beta_{15} \text{GOV_EXP_CURR}_{it} * \text{CRISIS}_{ijt} + \beta_{16} \text{GOV_EXP_CURR}_{jt} * \text{CRISIS}_{ijt} + \beta_{17} \text{LANG}_{ij} + \\ & \beta_{18} \text{BORD}_{ij} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Onde,

GOV_EXP_CAP_{it} – Despesas de Capital realizadas pelas entidades governamentais do país investidor;

GOV_EXP_CAP_{jt} – Despesas de Capital realizadas pelas entidades governamentais do país recetor;

GOV_EXP_CURR_{it} - Despesas Correntes realizadas pelas entidades governamentais do país investidor;

GOV_EXP_CURR_{jt} – Despesas Correntes realizadas pelas entidades governamentais do país recetor

As restantes variáveis têm o significado já descrito.

Já o Modelo Gravitacional Dinâmico **(F)** tem a seguinte composição econométrica:

$$\begin{aligned} \text{Ln FDI}_{ijt} = & \beta_1 + \lambda \ln \text{FDI}_{ijt-1} + \beta_2 \ln \text{DIST}_{ij} + \beta_3 \ln \text{GDP}_{it} + \beta_4 \ln \text{GDP}_{jt} + \beta_5 \ln \text{GDPpc}_{it} + \\ & \beta_6 \ln \text{GDPpc}_{jt} + \beta_7 \ln \text{SIML}_{ijt} + \beta_8 \ln \text{RER}_{ijt} + \beta_9 \ln \text{TRADE}_{ijt} + \beta_{10} \ln \text{INFL}_{it} + \beta_{11} \ln \text{INFL}_{jt} + \quad \textbf{(F)} \\ & \beta_{12} \ln \text{INFRA}_{jt} + \beta_{13} \text{GOV_EXP_CAP}_{it} * \text{CRISIS}_{ijt} + \beta_{14} \text{GOV_EXP_CAP}_{jt} * \text{CRISIS}_{ijt} + \\ & \beta_{15} \text{GOV_EXP_CURR}_{it} * \text{CRISIS}_{ijt} + \beta_{16} \text{GOV_EXP_CURR}_{jt} * \text{CRISIS}_{ijt} + \beta_{17} \text{LANG}_{ij} + \\ & \beta_{18} \text{BORD}_{ij} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Por limitações inerentes à obtenção de informação das variáveis em estudo (Despesas Capital vs. Despesas Correntes), foi ainda necessário proceder à constituição de uma subamostra composta pelos países pertencentes à União Europeia para o período de 2006-2016. Os países **investidores** são constituídos pela Áustria, Bélgica, República Checa, Dinamarca, Estónia, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Hungria, Islândia, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Holanda, Noruega, Polónia, Portugal, Eslováquia, Eslovénia, Espanha, Suécia, Suíça e Reino Unido e os **recetores** pela Áustria, Bélgica, República Checa, Dinamarca, Estónia, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Hungria, Islândia, Itália, Luxemburgo, Holanda, Polónia, Portugal, Espanha e Reino Unido. Com o objetivo de se proceder às devidas comparações, procedeu-se a uma nova estimação dos modelos **A a D**, anteriormente expostos, contemplando somente o período e o conjunto de países referidos.

Como *proxy* das despesas de capital, recorreremos às despesas em formação bruta de capital fixo (em % PIB) realizadas pelas entidades governamentais, extraídas da base de dados do Eurostat. As despesas correntes foram obtidas pela diferença entre as despesas totais e as de capital. Perante os efeitos insignificantes ou minimalistas das receitas governamentais ao longo das análises previamente realizadas, estas não foram consideradas na presente análise.

Os resultados dos modelos **A a D** reformulados estão presentes na **Tabela 7** e os referentes aos novos modelos apresentados na **Tabela 8**.

Na **Tabela 7**, os resultados referentes ao Modelo Gravitacional Estático não divergem significativamente dos anteriormente obtidos. A crise económica - financeira também apresentou efeitos negativos na atratividade do IDE na UE, verificando-se uma redução do IDE em 56% neste período relativamente aos períodos de estabilidade económica, corroborando a primeira hipótese de investigação. Já no Modelo Dinâmico, a crise do *subprime* continua a não apresentar efeitos no IDE.

A segunda hipótese de investigação não é corroborada nem no modelo estático nem no dinâmico.

Na **Tabela 8**, é possível confirmar o impacto negativo da recessão económica no modelo estático, mas não no dinâmico, à semelhança do que se sucedeu com os modelos anteriores. Já a distinção entre despesas de capital e despesas correntes, apesar de apresentarem um efeito positivo e negativo na atração de IDE, respetivamente, não se

revelam estatisticamente significativas. O mesmo se sucede com o Modelo Gravitacional Dinâmico, pelo que a divisão efetuada parece não demonstrar qualquer relevância.

Tabela 5 – Resultados: Teste de Robustez 1

Variáveis	Dependente: <i>Stock FDI_{ijt}</i>			
	Modelos Estáticos		Modelos Dinâmicos	
	H1	H2	H1	H2
C	-41,1077*	-41,7396*	-	-
FDI_{ijt-1}	-	-	0,4948*	0,4748*
DIST_{ij}	-0,9873*	-0,9854*	-	-
GDP_i	0,9417*	0,9320*	21,4120*	15,2402**
GDP_j	0,9957*	0,9928*	4,6574	-3,6713
GDPpc_i	2,6634*	2,7221*	-19,9599*	-14,0811**
GDPpc_j	-0,2302*	-0,2781***	-5,1056	2,4483
SIML_{ij}	0,1492***	0,1776**	1,0614	0,3183
RER_{ij}	0,0548**	0,0624**	0,1556	0,3208
TRADE_{ij}	0,0104	0,0114	0,5459	0,5272
INFL_i	-0,0412	-0,0296	-0,0536	-0,0045
INFL_j	0,0929*	0,1061*	-0,0584	-0,0119
INFRA_j	0,9194*	1,0817*	1,6756	-0,0667
LANG_{ij}	0,9700*	0,9420*	-	-
BORD_{ij}	0,8457*	0,8993*	-	-
CRISIS_{ij}	-0,0428	-	1,8637	-
GOV_REV_i * CRISIS	-	-0,0342**	-	-0,0454
GOV_REV_j * CRISIS	-	-0,0083	-	0,0234**
GOV_EXP_i * CRISIS	-	0,0402*	-	-0,0110
GOV_EXP_j * CRISIS	-	-0,0022	-	0,0414***
R²	0,5417	0,5335	-	-
Observações (N)	7580	7 188	4626	4433
F - Statistic	638,6722	482,3471	-	-
Prob(F-statistic)	0	0	-	-
Newey - West Estimator	SIM	SIM	N.A	N.A
J- Statistic	-	-	0,6926	0,3708
Prob(J-Statistic)	-	-	0,4053	0,5426

*, **, *** Representam um nível de significância estatística de 1%, 5% e 10%, respetivamente. Variáveis endógenas consideradas no *Difference GMM*: GDP_i, GDP_j, GDPpc_i, GDPpc_j, RER_{ij}, TRADE_{ij}, CRISIS_{ijt} (Lags: 2-3). N.A.- *Not Applicable*

Tabela 6 – Resultados: Teste de Robustez 2

Variáveis	Variável Dependente: FDI _{ijt} (Fluxos)	
	Modelo Estático	Modelo Dinâmico
	H2	H2
C	-16,0014*	-
FDI _{ijt-1}	-	0,0057
DIST _{ij}	-0,3937*	-
GDP _i	0,5670*	-0,6007
GDP _j	0,2952*	5,8008
GDP _{pc,i}	0,7926*	4,4328
GDP _{pc,j}	0,5070*	-9,2686
SIML _{ij}	0,0772	0,9585
RER _{ij}	0,0358	2,9263***
TRADE _{ij}	0,0004	0,6931
INFL _i	0,0017	0,0997
INFL _j	0,2389*	0,0636
INFRA _j	-0,8892*	2,3179
LANG _{ij}	1,7329*	-
BORD _{ij}	0,4208	-
CRISIS _{ij}	-	-
TAX_I * CRISIS	-0,0315**	-0,0205
TAX_J * CRISIS	0,0074	0,0135
R ²	0,0801	-
Observações (N)	7 974	4918
<i>F - Statistic</i>	46,1940	-
<i>Prob (F - Statistic)</i>	0,0000	-
<i>Newey - West Estimator</i>	SIM	N.A
<i>J- Statistic</i>	-	1,2687
<i>Prob (J - Statistic)</i>	-	0,2600

*, **, *** Representam um nível de significância estatística de 1%, 5% e 10%, respetivamente. Variáveis endógenas consideradas no *Difference GMM*: GDP_i, GDP_j, GDP_{pc,i}, GDP_{pc,j}, RER_{ij}, TRADE_{ij}, CRISIS_{ijt} (Lags: 2-3)

Tabela 7 – Reestruturação dos Modelos A a D para os Países da UE

Variáveis	Dependente: FDI _{ijt} (Fluxos)			
	Modelos Estáticos		Modelos Dinâmicos	
	H1	H2	H1	H2
C	-11,9281*	-12,0094*	-	-
FDI_{ijt-1}	-	-	0,0973	0,1032
DIST_{ij}	-0,2851**	-0,2850***	-	-
GDP_i	0,4391*	0,4431*	50,9136	23,5747
GDP_j	0,0142	0,0156	53,7825	22,6329
GDP_{pci}	0,8018**	0,8027*	-32,6030	-5,8701
GDP_{pcj}	0,6842**	0,6851*	-67,9866	-43,1124
SIML_{ij}	0,0551	0,0565	8,8134	8,0414
RER_{ij}	0,0568	0,0577***	4,2852	5,5242
TRADE_{ij}	-0,0384**	-0,0385**	5,4462	5,3595
INFL_i	-0,0505	-0,0497	0,1390	0,3775
INFL_j	0,1422**	0,1460***	-0,5913	-0,2952
INFRA_j	-1,2806*	-1,2749*	21,2894	8,8461
LANG_{ij}	1,4545*	1,4403**	-	-
BORD_{ij}	0,6187	0,6158	-	-
CRISIS_{ij}	-0,5674*	-	4,7867	-
GOV_EXP_i * CRISIS	-	-0,0120	-	-0,0167
GOV_EXP_j * CRISIS	-	-0,0012	-	0,0049
R²	0,0533	0,0540	-	-
Observações (N)	4313	4313	2552	2552
F - Statistic	17,2896	16,3600	-	-
Prob(F-statistic)	0	0	-	-
Newey - West Estimator	SIM	SIM	N.A	N.A
J- Statistic	-	-	0,0007	0,0002
Prob(J-Statistic)	-	-	0,9794	0,9893

*, **, *** Representam um nível de significância estatística de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Tabela 8 – Resultados: Teste de Robustez 3

Variáveis	Dependente: FDI _{ijt} (Fluxos)			
	Modelos Estáticos		Modelos Dinâmicos	
	H1	H2	H1	H2
C	-11,9281*	-13,7850*	-	-
FDI_{ijt-1}	-	-	0,0973	0,1053
DIST_{ij}	-0,2851***	-0,2713	-	-
GDP_i	0,4391*	0,4655*	50,9136	26,1329
GDP_j	0,0142	0,0420	53,7825	26,7768
GDP_{pci}	0,8018*	0,8294*	-32,6030	-10,6858
GDP_{pcj}	0,6842*	0,7402*	-67,9866	-44,7985
SIML_{ij}	0,0551	0,0696	8,8134	7,6203
RER_{ij}	0,0568	0,0507	4,2852	4,4654
TRADE_{ij}	-0,0384**	-0,0365**	5,4462	5,3312
INFL_i	-0,0505	-0,0465	0,1390	0,3971
INFL_j	0,1422**	0,1474**	-0,5913	-0,2920
INFRA_j	-1,2806*	-1,2267*	21,2894	11,0248
LANG_{ij}	1,4545*	1,4925*	-	-
BORD_{ij}	0,6187	0,6270	-	-
CRISIS_{ij}	-0,5674*	-	4,7867	-
CRISIS * GOV_EXP_CAP_I	-	0,2006	-	1,1155
CRISIS * GOV_EXP_CAP_J	-	0,1533	-	-0,3212
CRISIS * GOV_EXP_CURR_I	-	-0,0255	-	-0,0364
CRISIS * GOV_EXP_CURR_J	-	-0,0187	-	-0,0347
R²	0,0533	0,0556	-	-
Observações (N)	4313	4 313	2552	2552
F - Statistic	-	-	-	-
Prob(F-statistic)	0	0	-	-
Newey - West Estimator	SIM	SIM	N.A	N.A
J- Statistic	-	-	0,0007	0,0027
Prob(J-Statistic)	-	-	0,9794	0,9585

*, **, *** Representam um nível de significância estatística de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Capítulo V – Conclusão

O Investimento Direto Estrangeiro é uma “*categoria de investimento*” com particular sensibilidade aos elementos territoriais, setoriais e temporais da economia.

Com recurso ao Modelo Gravitacional, na sua forma estática e dinâmica, procedemos à análise de um dos efeitos temporais recentemente vividos: a recessão de 2008. Considerando como elemento estruturante a conexão/interdependência entre o país investidor e o recetor (ambos pertencentes ao conjunto dos países da OCDE) e o período compreendido entre 2005-2016, os resultados obtidos variam consoante as metodologias adotadas.

Se, por um lado, através do processo de estimação *GLS*, o modelo estático confirma os efeitos depreciativos da recessão na atração do IDE, com o período da recessão económica a sofrer uma drástica redução do IDE, cerca de 52%, por outro, o recurso ao *Difference GMM*, característico do modelo dinâmico, não consegue captar tal influência.

Os resultados via *GLS* evidenciam ainda uma clara importância da taxa de inflação do país recetor para a captação do IDE. Ainda que contraditório ao sugerido pela teoria, o impacto da taxa de inflação é positivo na atração do IDE, pelo que nos países em que a captação e retenção do IDE assumam particular relevância, deve existir uma importante preocupação em manter cenários de inflação estáveis, evitando quer situações de deflação quer de hiperinflação.

De forma similar, o fator comunicação revela ser crucial para fomentar o IDE, denotando que países que partilham um idioma apresentam relações de investimento mais fortes do que os que não o fazem. Deste modo, deve ser incutida à população todos os meios necessários para que esta possa ter sucesso no processo de aprendizagem de novos idiomas.

O nosso estudo explora ainda as despesas governamentais enquanto elemento atenuante dos efeitos da recessão económica. Seja com recurso ao modelo gravitacional dinâmico, seja ao estatístico, não verificamos a existência de tal efeito. A ideia de que a política orçamental é um mecanismo eficaz no combate a conjunturas económicas desfavoráveis não parece a mais correta. Pelo contrário, perante a utilização de um Modelo Estático verificamos uma influência negativa do incremento das despesas governamentais no país recetor de investimento. A este resultado estará associada a ideia de que aumentos nos gastos públicos é um sinónimo de uma situação financeira e económica fragilizada. Nem

mesmo considerando medidas alternativas da *Fiscal Policy* nos é possível constatar a eficácia da intervenção governamental sugerida pela literatura económica.

Como qualquer análise empírica, este estudo tem um conjunto de limitações a si inerentes. Em primeiro lugar, trata-se de uma análise com recurso a dados agregados, pelo que as conclusões obtidas poderão não aplicar-se a todos os setores económicos. Eventualmente, poderão existir setores que são contra - cíclicos (por exemplo, a compra e venda de ativos de refúgio) ou cujos efeitos da conjuntura económica não sejam consideravelmente relevantes.

Uma segunda limitação relaciona-se com a amostra considerada. Ainda que contemple países com diferentes dimensões económicas, o seu nível de desenvolvimento económico é muito semelhante, pelo que as inferências realizadas apenas são válidas para o conjunto de países desenvolvidos. Sugerimos como possível futura investigação, uma adoção dos modelos considerados quer a países desenvolvidos quer em desenvolvimento, seja na posição de investidores seja na de recetores.

A terceira limitação correlaciona o Modelo Gravitacional Dinâmico com o período temporal considerado. Atendendo às especificidades do processo de estimação utilizado, o nosso período de análise ficou reduzido a 8/9 anos, não contemplado da forma mais apropriada o período da recessão económica, pelo que se sugere que seja ampliada a amostra para no mínimo 20 anos (por exemplo, 10 anos antes da recessão económica e 10 anos depois).

Em síntese, independentemente das circunstâncias em que a análise do IDE seja feita, não é possível negar a importância que a continuidade do seu estudo acarreta.

Apêndices

Apêndice I

Figura 4 – Países Investidores (i)



Fonte: Elaboração Própria

- | | | |
|-------------------------------|----------------|---------------------|
| 1. Alemanha | 13. Estónia | 25. México |
| 2. Austrália | 14. Finlândia | 26. Noruega |
| 3. Áustria | 15. França | 27. Nova Zelândia |
| 4. Bélgica | 16. Grécia | 28. Polónia |
| 5. Canadá | 17. Holanda | 29. Portugal |
| 6. Chile | 18. Hungria | 30. Reino Unido |
| 7. Coreia Sul | 19. Irlanda | 31. República Checa |
| 8. Dinamarca | 20. Islândia | 32. Suécia |
| 9. Eslováquia | 21. Israel | 33. Suíça |
| 10. Eslovénia | 22. Itália | 34. Turquia |
| 11. Espanha | 23. Japão | |
| 12. Estados Unidos da América | 24. Luxemburgo | |

Figura 5 – Países Recetores de Investimento (j)



Fonte: Elaboração Própria

- | | | |
|------------------------------|--------------|---------------------|
| 1. Alemanha | 9. Finlândia | 17. Luxemburgo |
| 2. Áustria | 10. França | 18. Polónia |
| 3. Bélgica | 11. Grécia | 19. Portugal |
| 4. Coreia Sul | 12. Holanda | 20. Reino Unido |
| 5. Dinamarca | 13. Hungria | 21. República Checa |
| 6. Espanha | 14. Islândia | 22. Turquia |
| 7. Estados Unidos da América | 15. Itália | |
| 8. Estónia | 16. Japão | |

Apêndice II

Tabela 9 - Efeitos anuais da Recessão Económica

Variáveis	Modelo A (H1)
C	-16,7926*
DIST _{ij}	-0,4025*
GDP _i	0,5491*
GDP _j	0,3111*
GDP _{pc} _i	0,8201*
GDP _{pc} _j	0,4510**
SIML _{ij}	0,0869
RER _{ij}	0,0437***
TRADE _{ij}	0,0018
INFL _i	0,0055
INFL _j	0,2530*
INFRA _j	-0,5760
LANG _{ij}	1,7215*
BORD _{ij}	0,4321
ANO=2006	0,1288
ANO=2007	0,0923
ANO=2008	-0,8049*
ANO=2009	-0,3542
ANO=2010	-0,6353**
ANO=2011	-0,7656*
ANO=2012	-0,8983*
ANO=2013	-0,5524***
ANO=2014	-0,5839***
ANO=2015	-0,3412
ANO=2016	0,1930

*, **, *** Representam um nível de significância estatística de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Apêndice III

Tabela 10 - Efeitos da Recessão Económica por país recetor de investimento

Variáveis	Modelo A (H1)
C	-16,5150*
DIST _{ij}	-0,4336*
GDP _i	0,5483*
GDP _j	0,2893*
GDP _{pc} _i	0,8185*
GDP _{pc} _j	0,7551*
SIML _{ij}	0,1285
RER _{ij}	0,0586**
TRADE _{ij}	-0,0017
INFL _i	0,0021
INFL _j	0,1556*
INFRA _i	-1,2671*
LANG _{ij}	1,4844*
BORD _{ij}	0,5393
CRISIS _{ijt} * (RECETOR="Austria")	-1,8888*
CRISIS _{ijt} * (RECETOR="Belgium")	0,0912
CRISIS _{ijt} * (RECETOR="Czech Republic")	-0,4565
CRISIS _{ijt} * (RECETOR="Denmark")	-1,1523*
CRISIS _{ijt} * (RECETOR="Estonia")	-0,2436
CRISIS _{ijt} * (RECETOR="Finland")	-1,1157*
CRISIS _{ijt} * (RECETOR="France")	-1,3688**
CRISIS _{ijt} * (RECETOR="Germany")	-1,3014*
CRISIS _{ijt} * (RECETOR="Greece")	-1,8312*
CRISIS _{ijt} * (RECETOR="Hungary")	-0,1475
CRISIS _{ijt} * (RECETOR="Iceland")	-0,4943
CRISIS _{ijt} * (RECETOR="Italy")	-1,8726*
CRISIS _{ijt} * (RECETOR="Japan")	-0,8737**
CRISIS _{ijt} * (RECETOR="Korea")	1,3428*
CRISIS _{ijt} * (RECETOR="Luxembourg")	1,6637*
CRISIS _{ijt} * (RECETOR="Netherlands")	-0,7454
CRISIS _{ijt} * (RECETOR="Poland")	0,8389***
CRISIS _{ijt} * (RECETOR="Portugal")	-1,4105*
CRISIS _{ijt} * (RECETOR="Spain")	-1,1026**
CRISIS _{ijt} * (RECETOR="Turkey")	1,1418*
CRISIS _{ijt} * (RECETOR="United Kingdom")	-0,8212***
CRISIS _{ijt} * (RECETOR="United States")	1,4487**

*, **, *** Representam um nível de significância estatística de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Referências Bibliográficas

- Alam, A., & Shah, S. Z. A. (2013). Determinants of foreign direct investment in OECD member countries. *Journal of Economic Studies*, 40(4), 515-527. doi: doi:10.1108/JES-10-2011-0132
- Azevedo, S. C. L. (2016). *Investimento Direto Estrangeiro em Portugal: um estudo bibliométrico*. Universidade do Porto.
- Bank, F. (2018). Foreign direct investments by country Retrieved 22-04-2018, from http://pxnet2.stat.fi/PXWeb/pxweb/en/StatFin/StatFin_yri_ssi/statfin_ssi_pxt_001.px/table/tableViewLayout2/?rxid=365581cb-1e5b-4565-b11f-3c286701efef
- Bénassy-Quéré, A., Fontagné, L., & LahrÈche-Révil, A. (2001). Exchange-Rate Strategies in the Competition for Attracting Foreign Direct Investment. *Journal of the Japanese and International Economies*, 15(2), 178-198. doi: <https://doi.org/10.1006/jjie.2001.0472>
- Blonigen, B. A. (2001). In search of substitution between foreign production and exports. *Journal of International Economics*, 53(1), 81-104. doi: [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(00\)00066-0](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(00)00066-0)
- Blonigen, B. A. (2005). A Review of the empirical literature on FDI Determinants: National Bureau of Economic Research.
- Bouras, H., & Raggad, B. (2015). Foreign Direct Investment and Exports: Complementarity or Substitutability An Empirical Investigation. *International Journal of Economics and Financial Issues*.
- Campos, C. M. P. (2010). *Determinantes de IDE: uma aplicação à indústria cerâmica portuguesa*. Universidade de Aveiro. Retrieved from <https://ria.ua.pt/bitstream/10773/3503/1/4736.pdf>
- Chen, N. (2004). Intra-national versus international trade in European Union: why do national border effects? *Journal of International Economics*, 93-118.
- Chenaf-Nicet, D., & Rougier, E. (2016). The effect of macroeconomic instability on FDI flows: A gravity estimation of the impact of regional integration in the case of Euro-Mediterranean agreements. *International Economics*, 145, 66-91. doi: <https://doi.org/10.1016/j.inteco.2015.10.002>

- Coelho, D. (2016). Internacionalização via licenciamento. Retrieved 05/04/2018, from <http://exptpartners.com/2016/03/29/internacionalizacao-via-licenciamento/>
- Cuyvers, L., Soeng, R., Plasmans, J., & Van Den Bulcke, D. (2011). Determinants of foreign direct investment in Cambodia. *Journal of Asian Economics*, 22(3), 222-234. doi: <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2011.02.002>
- Davidson, W. H. (1980). The Location of Foreign Direct Investment Activity: Country Characteristics and Experience Effects. *Journal of International Business Studies*, 11(2), 9-22.
- Deseatnicov, I., & Akiba, H. (2016). Exchange rate, political environment and FDI decision. *International Economics*, 148, 16-30. doi: <https://doi.org/10.1016/j.inteco.2016.05.002>
- Dornean, A., Isan, V., & Oanea, D.-C. (2012). The impact of the recent global crisis on Foreign Direct Investment. Evidence from Central and Eastern European Countries. *Procedi - Economics and Finance*, 1012-1017.
- Dornean, A., & Oanea, D.-C. (2014). The Impact of Fiscal Policy on FDI in the Context of the Crisis. Evidence from Central and Eastern European Countries. *Procedia Economics and Finance*, 15, 406-413. doi: [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(14\)00468-7](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(14)00468-7)
- Dornean, A., & Oanea, D.-C. (2015). Impact of the economic crisis on FDI in Central and Eastern Europe. *Review of Economic & Business Studies*, 53-68.
- Dunning, J. H. (1977). Trade, Location of Economic Activity and the MNE: A Search for an Eclectic Approach. In B. Ohlin, P.-O. Hesselborn & P. M. Wijkman (Eds.), *The International Allocation of Economic Activity: Proceedings of a Nobel Symposium held at Stockholm* (pp. 395-418). London: Palgrave Macmillan UK.
- Dunning, J. H. (2000). The eclectic paradigm as an envelope for economic and business theories of MNE activity. *International Business Review*, 9(2), 163-190. doi: [https://doi.org/10.1016/S0969-5931\(99\)00035-9](https://doi.org/10.1016/S0969-5931(99)00035-9)
- Ebenezer, O. O. (2015). General Review of Literature on Theories of Foreign Direct Investment. Retrieved 07-04-2018, from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2640497
- Falk, M. (2016). A gravity model of foreign direct investment in the hospitality industry. 55, 225. doi: 10.1016/j.tourman.2016.02.012

- Forte, R. (2004). The relationship between foreign direct investment and international trade. Substitution or complementarity? A survey *FEP Working Papers*. Universidade do Porto, Faculdade de Economia do Porto.
- Gast, M., & Herrmann, R. (2008). Determinants of foreign direct investment of OECD countries 1991-2001. *International Economic Journal*, 22(4), 509. doi: 10.1080/10168730802497601
- Ghemawat, P. (2001). Distance Still Matters. The Hard Reality of Global Expansion. *Harvard Business Review*, 79(8), 137-147.
- Goodspeed, T., & Martinez-Vazquez, J. (2006). Are other Government policies more important than taxation in attracting FDI: Andrew Young School of Policy Studies Research
- Helpman, E. (1987). Imperfect competition and International Trade: Evidence from Fourteen Industrial Countries. *Journal of the Japanese and International Economies*, 1, 62-81.
- Hymer, S. H. (1960). *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment* (Vol. 8).
- International Telecommunication Union, & database, W. T. I. D. R. a. Individuals using the Internet (% of population) Retrieved 14 de março 2018 from <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=IT.NET.USE.R.ZS&country=>
- International Trade Centre (database), I. (2012). Retrieved 1 de maio de 2018, from www.trademap.org
- Jadhav, P. (2012). Determinants of foreign direct investment in BRICS economies: Analysis of economic, institutional and political factor. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 37, 5-14. doi: <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.03.270>
- Kahouli, B., & Maktouf, S. (2015). The determinants of FDI and the impact of the economic crisis on the implementation of RTAs: A static and dynamic gravity model. *International Business Review*, 24(3), 518. doi: 10.1016/j.ibusrev.2014.10.009
- Khamphengvong, V., Xia, E., & Srithilat, K. (2018). *Inflow determinants of foreign direct investment* (Vol. 37).

- Kim, M., Liu, A. H., Tuxhorn, K.-L., Brown, D. S., & Leblang, D. (2015). Lingua Mercatoria: Language and Foreign Direct Investment. *International Studies Quarterly*, 59(2), 330-330-343. doi: 10.1111/isqu.12158
- Klein, M. W., & Rosengren, E. (1994). The real exchange rate and foreign direct investment in the United States: Relative wealth vs. relative wage effects. *Journal of International Economics*, 36(3), 373-389. doi: [https://doi.org/10.1016/0022-1996\(94\)90009-4](https://doi.org/10.1016/0022-1996(94)90009-4)
- Lavrador, E. L. L. (2013). *Os determinantes do Investimento Direto Estrangeiro em países da União Europeia sob resgate financeiro*. Instituto Politécnico de Leiria.
- Le, M. V., & Suruga, T. (2005). The effects of FDI and Public expenditure on Economic Growth: from theoretical model to empirical evidence. Graduate School of International Cooperation Studies, Kobe University.
- Le, M. V., & Suruga, T. (2006). Foreign Direct Investment, public expenditure and economic growth: the empirical evidence for the period 1970-2001. *Applied Economics Letters*, 45-49.
- Le, T.-H. (2017). Does economic distance affect the flows of trade and foreign direct investment? Evidence from Vietnam. *Cogent Economics & Finance*, 5(1), 1403108. doi: 10.1080/23322039.2017.1403108
- Lee, B.-S., & Min, B. S. (2011). Exchange rates and FDI strategies of multinational enterprises. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(5), 586-603. doi: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2011.05.003>
- Leitão, N. C., & Faustino, H. C. (2010). Determinants of Foreign Direct Investment in Portugal. *Journal of Applied Business and Economics*, 11.
- López-Duarte, C., & Vidal-Suárez, M. M. (2010). External uncertainty and entry mode choice: Cultural distance, political risk and language diversity. *International Business Review*, 19(6), 575-588. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2010.03.007>
- Luxembourg, B. C. d. (2018). INTERNATIONAL INVESTMENT POSITION OF LUXEMBOURG. 23 de abril 2018, from http://www.bcl.lu/en/statistics/series_statistiques_luxembourg/09_iip/index.html

- Malhotra, D. K., Russow, L., & Singh, R. (2014). DETERMINANTS OF FOREIGN DIRECT INVESTMENT IN BRAZIL, RUSSIA, INDIA, AND CHINA. *International Journal of Business, Accounting, & Finance*, 8(1), 130-148.
- Mayer, T., & Zignago, S. (2011). Notes on CEPII's distances measures: the GeoDist Database In C. W. P. 2011-25 (Ed.).
- Nonnenberg, M. J. B., & Mendonça, M. J. C. d. (2005). Determinantes dos Investimentos Diretos Externos em Países em Desenvolvimento. Brasil Instituto de Pesquisa e Económica Aplicada.
- Novopashina, A. (2012). The effect of the border on Chinese Direct Investments: Evidence from Russian Border Regions. *Eurasia Border Review*.
- OCDE. (2008). OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment - 4th Edition.
- OCDE. (2018). OECD Database. Retrieved 29 de abril 2018, from <http://stats.oecd.org/#>
- Oesterreichische Nationalbank, O. (2018). Inward direct investment transactions broken down by region. Retrieved 22 de abril de 2018, from <https://www.oenb.at/isaweb/report.do?lang=EN&report=9.3.32>
- Oliveira, J. P. T. L. (2017). *Foreign Direct Investment according to different countries stages of Human Development*. Universidade do Porto - Faculdade de Economia do Porto.
- Pereira, M. J. R. d. C. (2011). *Impacto da taxa de imposto que incide sobre o rendimento das empresas na atratividade do Investimento Direto Estrangeiro nos países da União Europeia a 15*. Universidade do Porto, Faculdade de Economia do Porto.
- Poulsen, L. S., & Hufbauer, G. C. (2011). Foreign Direct Investment in Time of Crisis. *Peterson Institute for International Economics*.
- Protsenko, A. (2003). *Vertical and Horizontal Foreign Direct Investment in Transition*
- Rădulescu, M., & Druica, E. (2014). The impact of fiscal policy on foreign direct investments. Empiric evidence from Romania. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 27(1), 86-106. doi: 10.1080/1331677X.2014.947133
- Rehman, A., Ilyas, M., Alan, H. M., & Akram, M. (2011). The impact of Infrastructure on Foreign Direct Investment: the case of Pakistan. *International Journal of Business and Management*.

- Sala-i-Martin, X., Schwab, K., & Greenhill, R. (2011). The Global Competitiveness Report 2011-2012: World Economic Forum
- Sánchez-Martín, M. E., de Arce, R., & Escribano, G. (2014). Do changes in the rules of the game affect FDI flows in Latin America? A look at the macroeconomic, institutional and regional integration determinants of FDI. *European Journal of Political Economy*, 34, 279-299. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2014.02.001>
- Shah, M. H. (2014). The significance of Infrastructure for FDI inflow in Developing Countries. *Journal of Life Economics*.
- Sharifi-Renani, H., & Mirfatah, M. (2012). The Impact of Exchange Rate Volatility on Foreign Direct Investment in Iran. *Procedia Economics and Finance*, 1, 365-373. doi: [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(12\)00042-1](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(12)00042-1)
- Silva, R. T. d. (2017). *Boletim Mensal de Economia Portuguesa*. Lisboa.
- Simões, S. M. Q. O. (2016). *O investimento direto estrangeiro de Portugal no resto do mundo: influência da distância psíquica*.
- Statistics, O. f. N. (2018). Foreign direct investment involving UK companies: Inward tables. 21 de abril 2018, from <https://www.ons.gov.uk/businessindustryandtrade/business/businessinnovation/datasets/foreigndirectinvestmentinvolvingukcompanies2013inwardtables>
- Turkey, C. B. o. t. R. o. (2018). Foreign Direct Investments in Turkey by Countries Retrieved 23 de abril 2018, from <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/EN/TCMB+EN/Main+Menu/Statistics/Balance+of+Payments+and+Related+Statistics/Balance+of+Payments+Statistics/>
- United Nations Conference on Trade and Development, U. Gross domestic product: Total and per capita, current and constant (2010) prices, annual, 1970-2016. Retrieved 17/02/2018, from <http://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx>
- Vernon, R. (1966). International Investment and International Trade in the Product Cycle*. *The Quarterly Journal of Economics*, 80(2), 190-207. doi: 10.2307/1880689
- Wei, Y., & Liu, X. (2001). *Foreign Direct Investment in China: Determinants and Impact*.

Xing, Y. (2006). Why is China so attractive for FDI? The role of exchange rates. *China Economic Review*, 17(2), 198-209. doi: <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2005.10.001>